



中信证券研究部



薛缘  
首席食品饮料  
分析师  
S1010514080007



顾训丁  
食品饮料分析师  
S1010519110002

核心观点

结合深度调研及自身理解，本文从疫情变化、区域发展、渠道&产品、盈利&投资四个方向、八个问题解答市场困惑。我们认为烘焙行业景气成长，疫情下公司充分彰显在短保市场深厚的竞争壁垒，未来区域&渠道&品类规划清晰/推进坚决，看好公司持续提升份额。上调未来一年目标价至 72 元，维持“买入”评级。

■ 如何看待疫情下的变化？问一，疫情常态化后公司恢复节奏如何？回顾 2020H1，Q1 疫情下面包需求相对受益，公司积极抢占份额；Q2 多因素导致短保需求短期受压制。展望 2020H2，随着 Q2 补偿性消费充分释放，7-8 月家庭需求逐步恢复常态、收入增速逐月改善；9 月伴随学校&景点恢复，公司望实现双位数收入增长；Q4 不考虑疫情波动的可能，预计公司核心渠道基本恢复常态，收入望实现双位数增长。问二，疫情是否存在对公司的长期推力？两维度理解：1. 疫情下公司积极抢占优质渠道，随着疫情可控&竞争对手复工，新渠道竞争较疫情期间加剧，但公司仍牢牢把握住渠道资源，未来望凭借运营优势逐步提升渠道内的份额。2. 疫情推动家庭主食面包需求快速扩张，进一步坚定公司长期拓展主食产品信心，未来公司望加速高性价比主食面包开发，积极抢占主食市场。

■ 如何判断区域发展节奏及空间？问三：成熟市场的发展空间如何？全球龙头宾堡在墨西哥市场销售 60 余年，近十年仍维持 6% 复合增长，公司成熟市场仍具较大空间，主要来自：1. 品类发展红利，主食化发展趋势下人均烘焙消费量提升仍具空间，同时消费升级驱动从中长保向短保转移。2. 渠道下沉空间。目前东北并未实现县城全覆盖，沈阳也未实现乡镇全覆盖。问四：新市场的发展节奏？① 华东市场，布局早/空间大，2018 年公司积极调整加速渠道布局/品牌推广，叠加产能释放，望迎来规模快速发展；盈利预计逐步由亏转盈，但考虑渠道投入及 KA 高占比，预计盈利提升相对稳健。② 华南市场，布局晚/培育时间长，目前已居第一梯队，未来继续下沉渗透/释放品牌势能，实现高增长；盈利随着规模扩张&工厂投放，预计逐步由亏转盈，但较难快速提升。③ 华中市场，面包消费不成熟，但高校聚集具有长期意义，随着武汉工厂投产，未来望发力开拓，但培育&盈利仍需较长时间，整体亏损较为有限。

■ 如何规划渠道&产品的发展？问五：不同渠道如何发展？① 传统渠道，短保常见渠道、核心利润来源，公司竞争优势稳固，未来新老市场持续深挖。② KA 渠道，费用高/盈利弱、营销&提量效果显著，是区域市场品牌势能释放的关键渠道，但考虑到 KA 自身发展承压，在公司中占比预计较难持续提升。③ 便利店，随着便利店持续发展&公司产能扩张，公司加强便利店渠道开拓，局部市场试行差异化产品研发生产，成功后望全国市场复制。④ 电商，主打中保产品，2018 年公司成立电商部门，在较低基数上实现较快增长。问六：未来产品研发的方向如何考虑？短保烘焙兼具主食属性和零食属性，主食需求市场空间大、产品生命周期长，更易实现规模化生产，龙头优势明显。公司聚焦主食场景，强化高性价比产品开发，积极抢占万亿早餐市场；同时兼顾零食产品，扩展成长空间。

■ 如何判断盈利趋势及投资价值？问七：如何理解盈利能力的变动趋势？我们认为公司利润率变化取决于其对未来市场&品类的空间判断与规划，扩张期必要的费投能保证公司占据市场优势、夯实竞争壁垒，因此我们预测未来几年公司净利率将维持在现有中枢小幅波动。其中①毛利率，综合考虑新品（高性价比主食产品&高毛利新品）、退货率影响，预计相对稳定；②费用率，综合考虑负面因素（老市场渠道下沉&新市场的拓展）、正面因素（全国化产能布局加密）影响，费用率预计持续提升空间不大。问八：如何理解公司的长期投资价值？国内烘焙为成长性行业，主食&休闲两大需求均有望催生行业持续扩容，而短保在满足健康需求同时，具备需求稳定&空间广阔&壁垒显著的特质，未来料将孵化出烘焙龙头。疫情下公司愈发凸显稳固的竞争优势，未来区域&渠道&品类规划稳步推进，长期成长空间广阔，有望实现持续较快增长。

桃李面包	603866
评级	买入（维持）
当前价	58.60 元
目标价	72 元
总股本	680 百万股
流通股本	680 百万股
52 周最高/最低价	58.6/36.62 元
近 1 月绝对涨幅	5.19%
近 6 月绝对涨幅	10.14%
近 12 月绝对涨幅	11.13%

- **风险因素：**疫情反复控制不及预期；竞争格局恶化；新市场发展不及预期。
- **投资建议：**在烘焙行业景气增长背景下，看好公司作为短保龙头，区域&渠道&品类规划稳步推进，持续巩固竞争优势、剑指国内烘焙龙头。维持 2020-2022 年 EPS 预测为 1.25/1.43/1.67 元（原预测 1.29/1.48/1.72 元，已考虑可转债转股因素）。上调公司未来一年目标价至 72 元，对应 2021 年 PE 50 倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,833	5,644	6,453	7,646	8,800
营业收入增长率	18.5%	16.8%	14.3%	18.5%	15.1%
净利润(百万元)	642	683.4	853	975	1,136
净利润增长率	25.1%	6.4%	24.8%	14.3%	16.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.36	1.04	1.25	1.43	1.67
PE	43	56	47	41	35

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 28 日收盘价

## 目录

<b>如何看待疫情下的变化？</b> .....	<b>1</b>
问题一：疫情常态化后公司的恢复节奏如何？ .....	1
问题二：疫情是否存在对公司的长期推力？ .....	2
<b>如何判断区域发展节奏及空间？</b> .....	<b>2</b>
问题三：成熟市场的发展空间如何？ .....	2
问题四：新市场的发展节奏？ .....	3
<b>如何规划渠道&amp;产品的发展？</b> .....	<b>4</b>
问题五：不同渠道如何发展？ .....	4
问题六：未来产品研发的方向如何考虑？ .....	5
<b>如何判断盈利趋势及投资价值？</b> .....	<b>6</b>
问题七：如何理解盈利能力的变动趋势？ .....	6
问题八：如何理解公司的长期投资价值？ .....	7
<b>风险因素</b> .....	<b>8</b>

## 插图目录

图 1：2018Q1-2020Q2 公司季度收入及增速 .....	1
图 2：2018Q1-2020Q2 公司季度净利润及增速 .....	1
图 3：2019 年全球各个国家人均烘焙产品消费量 .....	3
图 4：2005-2019 年宾堡在墨西哥市场收入及增速 .....	3
图 5：2019 年公司重点市场收入及净利率水平 .....	4
图 6：2011-2019H1 公司直营 KA 销售占总收入比重 .....	5
图 7：公司覆盖终端数量 .....	5
图 8：公司部分产品 .....	6
图 9：2012-2019 年公司净利率及配送费用率 .....	7
图 10：公司现有工厂及规划工厂 .....	7

## 表格目录

表 1：公司 2010 年后投产工厂所在子公司净利润水平 .....	4
表 2：盈利预测表 .....	8

近年来，国内短保行业竞争者涌现，面对竞争公司积极应对，而今年突如其来的疫情使得短保行业销售出现波动，公司更是彰显优势、抢占市场份额。展望未来，投资者都十分关心公司发展的节奏、方式、空间等。因此我们希望借助本文，结合深度调研及自身理解，从疫情变化、区域发展、渠道&产品、盈利&投资四个方向八个问题解答投资者的困惑。

## ■ 如何看待疫情下的变化？

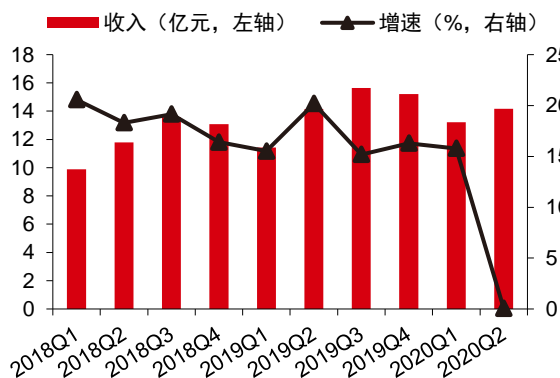
### 问题一：疫情常态化后公司的恢复节奏如何？

突如其来的疫情造成短保面包需求阶段性波动，而由于短保行业基本无库存，公司销售真实反映终端需求。公司作为行业龙头，Q1 疫情下加速抢占市场份额，Q2 销售跟随行业需求出现波动。站在当下时点，Q3 恢复情况及 Q4 展望成为了投资者最为关心的问题之一，对此我们认为：

**回顾 2020H1：Q1 加速份额抢夺，Q2 多因素致行业承压。**疫情下，面包需求回归家庭，同时考虑到早餐店关闭、家庭囤货需求提升，面包需求整体受益。而公司作为行业龙头，充分体现领先优势，Q1 收入同增 15.8%。Q2 随着疫情可控、早餐店恢复，消费者从宅家囤货消费逐步恢复常态，尤其是在疫情期间被抑制的其他产品消费需求短期高涨；学校、景点等渠道需求尚未恢复导致短保需求短期受到压制。与此同时，地区性疫情波动也给短保运营带来一定挑战。面对行业需求的短期承压以及竞争对手的逐步复工，公司收入阶段性降速，Q2 收入同增 0.1%。

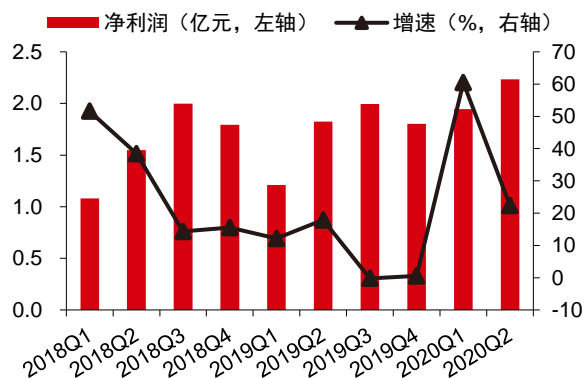
**展望 2020H2：Q3 增速逐月改善，Q4 有望恢复常态化增长。**随着 Q2 消费者补偿性消费充分释放，7-8 月消费者需求逐步恢复常态、对超市等渠道的抵触心理下降，预计公司产品销售增速逐月改善，但考虑到景点、学校等特通渠道尚未完全恢复，预计销售维持在单位数增长。9 月随着学校基本恢复，景点需求改善，预计公司销售有望恢复双位数增长。Q4 不考虑区域化疫情波动的可能性，预计短保核心消费渠道基本恢复常态化运营，公司也望实现双位数收入增长。

图 1：2018Q1-2020Q2 公司季度收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2018Q1-2020Q2 公司季度净利润及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 问题二：疫情是否存在对公司的长期推力？

疫情期间，公司凭借快速响应及全国化产能布局、自动化生产优势积极抢占份额。而随着疫情逐步可控，疫情期间公司的利好是否不复存在成为了投资者另一个较为关心的问题。对此我们认为从两个维度去理解：

**1. 疫情下积极抢占渠道，未来望逐步夯实渠道优势。**疫情下，在终端需求旺盛、竞争对手复工延迟的背景下，公司凭借出众的供应服务能力，以较低成本进驻了较多优质渠道。随着疫情可控、竞争对手复工复产，短期内公司在这些新进入的渠道将面临较疫情期间更为激烈的竞争，但公司一旦进入，预计便可凭借自身的产品服务能力，牢牢把握住这些渠道资源，未来凭借自身的优势去逐步提升这些渠道的份额。

**2. 疫情加速主食化需求发展，坚定公司主食化发展信心。**公司一直以来都十分聚焦主食化需求，从加速布局高性价比吐司面包、引入全自动生产线可见一斑。而此次疫情下，家庭主食面包需求快速扩张也给公司注入了长期拓展主食需求的信心，未来望加速高性价比主食面包开发，积极抢占早餐市场。

## ■ 如何判断区域发展节奏及空间？

### 问题三：成熟市场的发展空间如何？

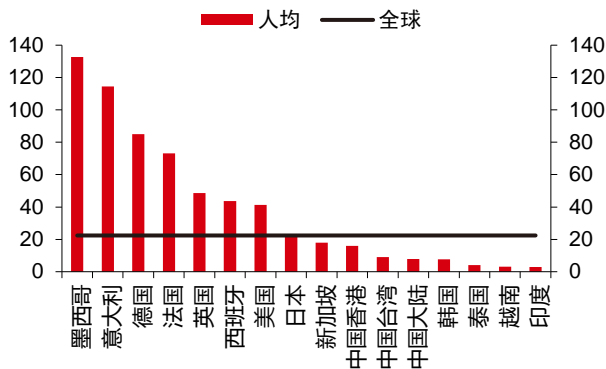
随着老市场的逐步成熟，未来成长空间如何是投资者一直以来都比较关心的问题，尤其是东北市场未来增长潜力。我们认为，作为公司最为成熟的市场，东北区域 2016-2019 年收入仍然实现了 17% 的复合增速，仍处于较快增长状态。对比全球烘焙龙头宾堡，20 世纪 40 年代就在墨西哥市场销售，经过了 60 余年发展，2009-2019 年宾堡在墨西哥市场收入仍然维持 6% 复合增长。我们认为未来公司成熟市场仍具有较大发展空间，主要来自：

**1. 品类发展红利。**未来国内短保烘焙市场仍具备较大发展空间，即便是面包消费发展较早的东北市场也具备空间。一方面，来自于消费者人均烘焙消费量的提升，尤其是主食化发展趋势下，对于面条、包子等产品的替代带动烘焙市场空间持续扩容；另一方面，在消费升级背景下，消费者从中长保消费逐步向短保升级。而公司凭借成熟市场的份额优势，并且积极拓展高性价比主食类产品，有望充分享受短保烘焙品类发展红利，实现持续增长。

**2. 渠道下沉空间。**目前公司在东北市场并未实现全部县城的覆盖，最成熟的沈阳地区也未实现全部乡镇覆盖，渠道下沉仍具空间。尤其是随着东北沈阳、长春等新厂的投产，公司有望进一步推进渠道下沉，提升市场覆盖。

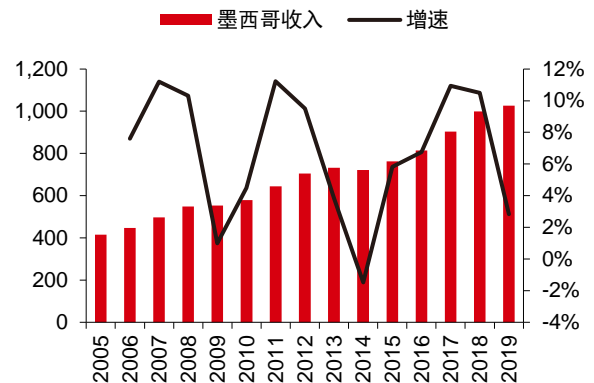


图 3：2019 年全球各个国家人均烘焙产品消费量（kg/人）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 4：2005-2019 年宾堡在墨西哥市场收入及增速（亿比索）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

### 问题四：新市场的发展节奏？

近年来，公司新市场的发展节奏也是投资者重点关心的问题之一，尤其是华东、华南市场的盈利释放节奏。公司新市场的开发节奏受到当地面包消费习惯、渠道短保运营成熟度、公司前期铺垫等多种因素的影响，不同新市场的发展有所差异。而从沈阳、北京、西南等成熟市场的历史发展中可以发现，在公司尚未形成绝对领先优势、竞争对手较多的情况下，区域盈利表现较一般甚至亏损；而一旦公司实现绝对领先优势，利润弹性也十分显著。公司目前核心的三大新市场华东、华南、华中发展节奏有所差异。

**华东市场：**华东市场是公司较早布局的市场之一，但作为经济发展最为领先的区域之一，华东市场仍有巨大挖潜空间。2018 年公司对华东市场进行调整，加速渠道布局以及周边城市渗透，短期加速市场开拓导致上海等市场从原先盈利进入亏损状态。经过过去两年的开拓以及今年疫情下的积极进驻，公司已经在华东市场获得了较多优质渠道资源，尤其是 KA、便利店等渠道的布局将进一步加速公司在华东区域的势能释放。叠加今年及明年江苏工厂、浙江工厂的投产，公司华东地区有望迎来规模的快速发展。

从盈利角度，我们认为上海市场经过两年时间调整有望逐步由亏转盈，但华东市场渠道扩张仍具空间，浙江、江苏等市场仍需投入，并且江浙沪市场 KA 渠道占比较高（盈利低），而 KA 的拓展对于趋势销售势能释放又非常重要。综合考虑，我们认为华东市场盈利能力将以相对稳健的方式提升。

**华南市场：**华南市场为公司较晚进入的市场，2016 年第一个华南工厂（东莞工厂）投产，其在消费者培育、品牌营销、渠道扩张上所需要的时间较华东市场更长。目前华南市场已经开拓近六年，工厂投产约四年，2019 年销售收入已达 3.8 亿，位居第一梯队，市场培育已经初步有所斩获。未来预计公司将进一步向传统渠道下沉渗透，释放品牌势能，推动华南实现持续高增长。未来海南、福建、广西等工厂投产，也将支撑规模持续扩张。

利润方面，前期除新市场因素外，华南市场广阔但仅有东莞工厂辐射，导致在市场份额优先发展的前提下，整体配送效率较低。随着华南市场规模持续扩张以及海南等工厂投放，我们预计华南市场也将逐步由亏转盈，但考虑到华南市场拓展空间，公司华南市场盈

利能力也较难短时间实现快速的提升。

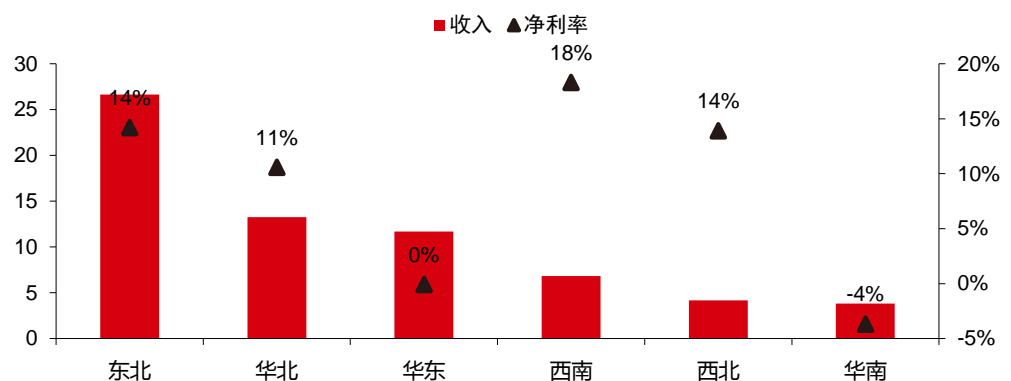
**华中市场：**相较华东、华南市场，华中市场面包消费习惯不太成熟，消费者教育需较长时间，但华中市场高校聚集，对于公司培育潜在消费群体具有长期战略意义。原来华中市场主要靠西安工厂支撑，产能支撑不足同时运距较远，整体拓展速度、运营效率都不佳。随着 2019 年底武汉工厂投产，未来公司望进一步加速华中市场的开拓。由于当地强势渠道武汉中百拥有自有品牌，公司便从传统渠道开始率先发力，而这些渠道亏损相对较少。综合以上，我们认为华中市场培育仍需较长时间，盈亏平衡周期较长但整体亏损较为有限。

表 1：公司 2010 年后投产工厂所在子公司净利润水平（单位：万元）

公司名称	核心货源	投产时间	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
青岛桃李	青岛工厂	2013	-8	-295	-147	739	1,359	2,227	2,475
济南桃李	济南工厂	2013	-91	-233	784	1,635	1,979	1,958	1,867
内蒙古桃李	内蒙工厂	2013	-35	-118	400	1,411	3,102	4,792	4,948
东莞桃李	东莞工厂	2016	-	-	-	-716	-461	438	-395
重庆桃李	重庆工厂	2017	-	-7	4	-62	-146	1,846	2,396
天津桃李	天津工厂	2018	-	-21	-92	-303	-464	2,877	3,695
武汉桃李	武汉工厂	2019	-	-	-	-13	-104	-173	-1,297

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：2019 年公司重点市场收入及净利率水平（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：净利率通过区域子公司净利润加总计算而得。

## 如何规划渠道&产品的发展？

### 问题五：不同渠道如何发展？

面对复杂的渠道结构，尤其是新兴渠道的崛起，公司对不同渠道的发展规划成为了投资者另外一个关心的话题。我们认为，过去二十余年的发展，公司在传统渠道已经建立起一定优势，而随着便利店、电商等渠道的不断发展，公司在新兴渠道的布局亦在不断推进。

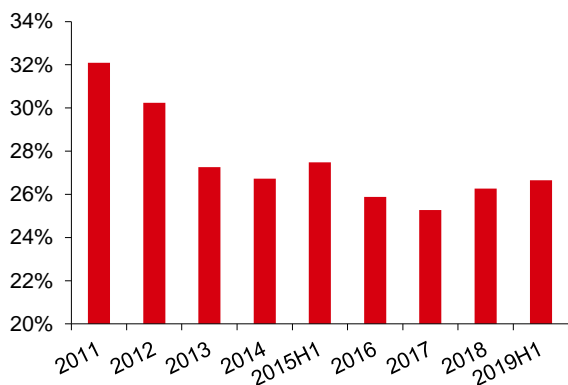
- **传统渠道：**传统渠道是短保面包销售最为常见的渠道之一，也是目前公司盈利的核心贡献来源。由于传统渠道分布相对分散，对于运营要求相对较高，也更易形成竞争壁垒。经过过去二十余年发展，公司已经拥有传统渠道成熟的运营模式以及高效的运营



能力，未来望逐步推进新市场扩张&老市场下沉继续挖掘传统渠道空间。

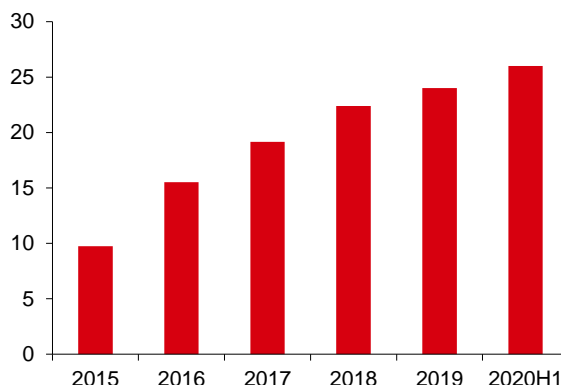
- **KA 渠道：**KA 渠道一直是公司重要的销售渠道之一，KA 渠道的特点为费用高、盈利弱，但品牌营销&提升销售效果显著。因此 KA 渠道的发展对于一个市场的培育和銷售势能释放至关重要，尤其是新市场拓展初期，KA 往往是率先拓展的渠道。具体 KA 拓展成效取决于公司的配送服务能力、当地强势 KA 有无自有品牌等。看长，考虑到 KA 业态自身发展承压以及较低盈利能力，KA 在公司銷售中占比持续提升可能性较低。
- **便利店渠道：**过去公司便利店銷售占比不高，这与产能约束及国内便利店渠道成熟度有关。随着国内便利店持续发展、产能扩张，公司逐步意识到便利店渠道的重要性。由于部分便利店拥有自有品牌，并且产品迭代速度快、需求有所差异，公司局部市场试行针对性的差异化产品研发生产，成功后有望在全国市场复制。
- **电商渠道：**由于短保产品保质期短，先天在电商渠道銷售难度较高，因此公司在电商渠道主打酵母面包等中保产品。随着电商渠道自身的快速发展，2018 年公司成立电商部门专门开拓电商渠道，在较低基数上这两年均实现了较快增长。

图 6：2011-2019H1 公司直营 KA 銷售占总收入比重



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：公司覆盖终端数量（万个）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 问题六：未来产品研发的方向如何考虑？

**短保烘焙兼具主食属性和零食属性，未来公司产品研发发展核心是什么方向？**我们认为，主食属性空间大&壁垒高，是短保烘焙能孵化烘焙龙头的关键，而公司已经形成了一定竞争优势，未来料将继续积极开发高性价比产品，进一步拓展万亿早餐市场。同时公司兼顾零食消费需求开发新品，扩张成长空间，纯蛋糕、脏脏包等产品也均有不俗表现。

**主食属性：积极拓展产品，聚焦万亿早餐市场。**中国早餐市场以传统的包子、油条、豆浆等产品为主，随着生活节奏加快、西式饮食习惯渗透，烘焙产品逐步在早餐市场中崭露头角。根据英敏特统计，2018 年中国早餐市场食品总消费达 1.63 万亿元，预计 2024 年将达 2.37 万亿元，成长空间巨大。正餐化消费需求的主食类面包单品的市场空间大、生命周期长，更容易实现规模化生产，龙头公司优势愈发明显。一直以来公司聚焦主食场景形

成了现有的竞争优势，近年来公司进一步针对早餐市场开发高性价比产品，抢占传统早餐包子、油条等市场，未来空间值得期待。

**零食属性：兼顾零食产品，扩展成长空间。**除了作为主食消费外，烘焙产品也是一种重要的休闲零食，作为休闲垫饥所用。以休闲为主的烘焙产品生命周期往往较短，因此定位休闲的烘焙企业核心需要通过持续产品创新把握消费升级趋势，通过品类的拓展实现规模的持续扩张。公司作为短保烘焙龙头，借助自身的品牌&渠道优势，持续扩张品类满足零食需求，目前公司酵母面包规模已超4亿，脏脏包、纯蛋糕等休闲产品都有不错表现。

图 8：公司部分产品



资料来源：公司官网

## 如何判断盈利趋势及投资价值？

### 问题七：如何理解盈利能力的变动趋势？

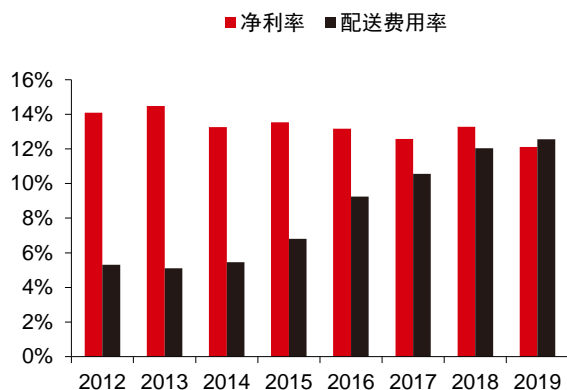
2019 年公司净利率略有下降，未来盈利能力的变化趋势也是投资者较为关注的问题。我们认为，公司的盈利能力受到公司产品策略、新市场发展、老市场下沉等多维度影响，本质上取决于公司对于未来市场空间的判断和品类规划，以及区域市场份额&盈利权衡后的发展节奏，扩张期必要的费投能保证公司占据市场优势、夯实竞争壁垒。因此，我们判断未来几年公司净利率将维持在现有中枢小幅波动。具体看：

**毛利率：综合考虑新品&退货率影响，整体预计相对稳定。**对毛利率产生影响的因素较多，我们认为其中最为重要的是新品趋势以及退货率的情况。**对于新品而言**，公司一方面持续发力高性价比主食类产品，抢占主食市场，可能部分拖累毛利率；另一方面，其他新品预计将有较好毛利表现，例如小包装面包等。综合判断，未来新品对毛利率影响相对中性。**对于退货率而言**，退货率是一家公司运营效率的体现，也是份额&盈利权衡后的结果，公司目前综合 6%-8%退货率相对攻守兼备。对于新市场而言，发展初期消费者教育、渠道磨合仍在推进中，且份额优先于盈利，因此退货效率往往高于成熟市场。目前公司华东、华南市场逐步成熟，华中市场对整体影响有限，预计未来整体退货率相对稳定。

**费用率：过去几年公司费用中影响最明显的为运输费用率，而运输费用率核心受到市场开拓&盈利权衡的影响。**综合考虑公司区域扩张以及产能释放，未来预计公司整体费用率也会维持在相对稳定的区间。

- **负面影响：老市场渠道下沉&新市场的拓展**，由于成熟市场的下沉城市短期销量小运距远，而新市场规模效应弱、销售分散，均会带来一定不经济性，但为了开发市场、抢占先发优势，短期不经济性恐难避免。目前华东、华南市场经营逐步改善，未来预计新市场及渠道下沉空间带来运输费用率持续提升的空间较为有限。
- **正面影响：全国化产能布局加密**，在全国工厂密度不够情况下，远距离配送将导致运输费用率较高，其中西安工厂供应武汉和河南、重庆工厂供应湖南、东莞工厂供应江西配送距离均超 500 公里。未来，公司江苏工厂、海南工厂预计今年投产，沈阳工厂、浙江工厂、四川工厂、新疆工厂预计 2021 年投产，之后还有青岛、长春、泉州、广西等工厂待释放。随着公司全国化产品布局持续推进，公司配送半径有望基本控制在 400 公里以内，这一影响将逐步削弱。

图 9：2012-2019 年公司净利率及配送费用率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：公司现有工厂及规划工厂



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制 注：红色为公司现有工厂，黄色为公司在建或规划工厂

## 问题八：如何理解公司的长期投资价值？

**行业景气成长，短保孵化龙头。**国内烘焙为成长性行业，根据 Euromonitor 统计及预测，2019 年零售规模 2317 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 10.5%，高于白酒/乳制品等食品饮料细分板块。主食&休闲两大需求均有望催生行业持续扩容，随着西式文化渗透，面包主食化趋势成为必然，同时休闲口味多元亦不断刺激烘焙消费。短保在满足健康需求的同时，具备需求稳定&空间广阔&壁垒显著的特质，料未来将孵化出烘焙龙头。

**公司短保龙头优势稳固，区域&渠道&品类规划稳步推进，长期空间广阔。**综合上文的分析，我们认为公司作为国内短保烘焙龙头公司，已经具备突出的高效运营及规模化优势，而今年疫情进一步彰显放大了公司的优势，加速渠道抢占、固定市场地位。未来公司在成熟市场&新市场的拓展战略、不同类型渠道的拓展计划、高性价比主食产品开发等方向均有明确的方向，结合现有优势不断巩固提升，未来望实现持续较快增长。

在烘焙行业景气增长背景下，看好公司作为短保龙头，区域&渠道&品类规划稳步推进，持续巩固竞争优势、剑指国内烘焙龙头。维持 2020-2022 年 EPS 预测 1.25/1.43/1.67 元（原预测 1.29/1.48/1.72 元，已考虑可转债转股因素）。上调公司未来一年目标价至 72 元，

对应 2021 年 PE 50 倍，维持“买入”评级。

表 2：盈利预测简表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,833	5,644	6,453	7,646	8,800
营业收入增长率	18.5%	16.8%	14.3%	18.5%	15.1%
净利润(百万元)	642	683.4	853	975	1,136
净利润增长率	25.1%	6.4%	24.8%	14.3%	16.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.36	1.04	1.25	1.43	1.67
PE	43	56	47	41	35

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 28 日收盘价

## ■ 风险因素

疫情反复控制不及预期；竞争格局恶化；新市场发展不及预期。

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,833	5,644	6,453	7,646	8,800
营业成本	2,916	3,410	3,796	4,554	5,236
毛利率	39.68%	39.57%	41.18%	40.43%	40.50%
营业税金及附加	64	62	71	84	97
销售费用	999	1,228	1,387	1,659	1,910
营业费用率	20.66%	21.76%	21.50%	21.70%	21.70%
管理费用	89	102	116	138	154
管理费用率	1.84%	1.80%	1.80%	1.80%	1.75%
财务费用	(10)	3	17	(8)	(13)
财务费用率	-0.21%	0.06%	0.26%	-0.10%	-0.15%
投资收益	30	24	20	20	25
营业利润	824	863	1,085	1,241	1,446
营业利润率	17.05%	15.29%	16.82%	16.23%	16.43%
营业外收入	10	14	13	13	13
营业外支出	10	3	5	5	4
利润总额	824	874	1,093	1,249	1,455
所得税	182	190	240	274	319
所得税率	22.11%	21.78%	21.97%	21.96%	21.90%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	642	683	853	975	1,136
净利率	13.29%	12.11%	13.22%	12.75%	12.91%

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	824	874	1,093	1,249	1,455
所得税支出	-182	-190	-240	-274	-319
折旧和摊销	147	163	98	98	98
营运资金的变化	32	66	-108	-27	-44
其他经营现金流	-18	-25	-1	-30	-40
经营现金流合计	803	888	842	1,015	1,149
资本支出	-396	-893	-100	-150	-150
投资收益	30	24	20	20	25
其他投资现金流	4	-821	2	2	2
投资现金流合计	-362	-1,690	-78	-128	-123
发行股票	0	984	990	0	0
负债变化	0	80	-220	-138	-19
股息支出	-471	-659	-659	-691	-815
其他融资现金流	94	51	-17	8	13
融资现金流合计	-377	456	94	-821	-820
现金及现金等价物净增加额	65	-347	858	66	206

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,424	1,078	1,936	2,002	2,208
存货	110	131	145	173	200
应收账款	429	493	554	668	764
其他流动资产	77	921	933	942	952
流动资产	2,040	2,622	3,568	3,785	4,124
固定资产	1,277	1,545	1,597	1,649	1,651
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	276	344	344	344	344
其他长期资产	317	676	626	626	676
非流动资产	1,870	2,564	2,566	2,619	2,671
资产总计	3,911	5,186	6,135	6,404	6,795
短期借款	0	0	612	475	456
应付账款	318	414	413	515	599
其他流动负债	169	185	171	192	196
流动负债	488	599	1,196	1,182	1,251
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	844	11	11	11
非流动性负债	1	844	11	11	11
负债合计	489	1,443	1,207	1,193	1,262
股本	471	659	680	680	680
资本公积	1,227	1,039	2,008	2,008	2,008
归属于母公司所有者权益合计	3,421	3,743	4,927	5,211	5,533
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3,421	3,743	4,927	5,211	5,533
负债股东权益总计	3,911	5,186	6,135	6,404	6,795

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	18.47%	16.77%	14.35%	18.48%	15.10%
营业利润增长率	26.51%	4.73%	25.73%	14.37%	16.53%
净利润增长率	25.11%	6.42%	24.81%	14.29%	16.55%
毛利率	39.68%	39.57%	41.18%	40.43%	40.50%
EBITDA Margin	19.88%	18.43%	18.72%	17.51%	17.50%
净利率	13.29%	12.11%	13.22%	12.75%	12.91%
净资产收益率	18.77%	18.26%	17.31%	18.71%	20.53%
总资产收益率	16.42%	13.18%	13.90%	15.22%	16.72%
资产负债率	12.51%	27.82%	19.68%	18.62%	18.58%
所得税率	22.11%	21.78%	21.97%	21.96%	21.90%
股利支付率	73.29%	96.42%	81.02%	83.58%	87.00%



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。