

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

烘焙子行业优质赛道上的耀眼星——产能及市场篇

报告摘要:

公司成熟市场增长稳健, 新市场成长可期。成熟市场的增长主要来自于: 1) 销售网络的不断细化, 渠道下沉至县级市及镇级市; 2) 消费者培育贡献: 消费者习惯从学生开始培育, 学生群体成为饮食习惯的传播者, 步入社会后转换为家庭角色持续购买品牌, 消费黏性极强。成长市场及新市场增长动力: 1) 渠道精耕细作; 2) 产能瓶颈逐步缓解: 以华东市场为例, 华东短保市场空间极为广阔, 但相比于成熟市场, 桃李在华东市场人均消费金额及渗透率仍有较大差距。公司将华东作为重点市场之一, 加码产能布局, 并从成熟市场调配优秀销售人员, 偏远地区引进经销政策, 渠道持续深耕, 成长可期。

终端精耕细作, 渠道壁垒深厚。17 年以来, 公司终端数以 2-3 万家/年的速度持续增长。从渠道结构来看, 2019H1, 公司 KA 渠道收入占比 26.65%, 夫妻老婆店、社区店仍为公司的核心渠道。外资品牌多以进入大型商超及便利店为主, 而我国此类渠道在整体零售渠道中占比相对较小。桃李作为本土企业, 开发小店能力极强, 公司稳扎稳打, 占领了社区店、学校及小卖店的优势货架资源, 小店货架资源通常较为有限, 公司具备显著先发优势, 渠道壁垒不断加深。

积极扩张产能, 助力全国化进程。公司目前共有 17 个工厂投产, 合计产能 28 万吨, 公司产能利用率常年维持 95% 以上。产能增长基本与收入增速基本相一致, 因此, 解决产能瓶颈是公司迈向百亿目标的关键。在建产能武汉 2.55 万吨/山东 2.12 万吨/江苏 2.2 万吨/沈阳 6 万吨预计于 19-20 年投产; 四川/青岛/浙江项目规划中, 预计 2021 年附近投产; 产能不足问题预计逐步缓解, 助力桃李迈向百亿目标。

短保行业处于高速增长阶段, 市场潜力巨大。桃李深耕市场 20 余年, 消费者粘性&渠道壁垒深厚, 竞争对手短期难以动摇, 长期来看, 参与者高举高打加入有利于共同做大行业规模。

盈利预测: 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.15、1.40、1.69 元, 对应 PE 为 42 倍、34 倍、28 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场拓展不及; 食品安全问题; 行业竞争加剧风险。

股票数据

2019/9/18

6 个月目标价 (元)	54
收盘价 (元)	48.30
12 个月股价区间 (元)	34.53 ~ 59.29
总市值 (百万元)	31,824
总股本 (百万股)	659
A 股 (百万股)	659
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	16%	32%
相对收益	-3%	9%	13%

相关报告

《桃李点评 (603866): 拐点已至, 持续坚定看好下半年业绩改善》-20190827

《桃李面包 (603866): 增速环比显著加快, Q2 迎来业绩拐点》-20190722

《桃李面包 (603866): 毛利率持续提升, 静待产能扩张释放弹性》-20190320

《桃李面包 (603866.SH): 营收端增速略低于预期, 长期看好公司短保龙头地位》-20190128

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

021-20361174 liqiang@nesc.cn

研究助理: 王铄

执业证书编号: S0550118050001

021-20361173 wangshuo@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,080	4,833	5,817	6,979	8,426
(+/-)%	23.42%	18.47%	20.35%	19.97%	20.74%
归属母公司净利润	513	642	759	919	1,111
(+/-)%	17.85%	25.11%	18.22%	21.11%	20.80%
每股收益 (元)	0.78	0.97	1.15	1.40	1.69
市盈率	50.02	46.34	41.92	33.68	27.88
市净率	8.14	8.70	7.61	6.07	4.99
净资产收益率 (%)	16.26%	18.77%	18.16%	18.03%	17.88%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	471	471	659	659	659

目录

1. 历史回顾：稳步发展的短保面包龙头	5
1.1. 从区域逐步走向全国，精耕细作实现全国化.....	5
1.2. 家族企业特征明显，员工持股创造活力.....	5
2. 产品端：性价比为王，产品制胜	6
2.1. 面包业务为核心，产品结构清晰.....	6
2.2. 值得再度审视的研发实力.....	7
2.3. 量价拆分：收入增长以量增驱动为主.....	8
3. 贯彻渠道下沉，自建工厂实现全国化布局	9
3.1. 贯彻渠道下沉，营收、净利持续增长.....	9
3.2. 生意模式艰辛，特殊的渠道模式构建行业进入门槛.....	10
3.3. “中央工厂+批发”模式，自建生产基地完善销售渠道.....	12
3.4. 积极扩张产能，助力全国化进程.....	14
4. 桃李扩张路径：全国化框架形成，各区域成长空间可观	17
4.1. 成熟市场持续渠道下沉，稳健增长.....	18
4.2. 成长市场潜力巨大，增长可期.....	20
4.3. 新市场稳步开拓，全国化雏形初现.....	22
5. 投资建议及盈利预测	24
5.1. 投资逻辑.....	24
5.2. 盈利预测及评级.....	24

图目录

图 1: 桃李面包发展历程.....	5
图 2: 桃李面包股权结构 (截至 2019 年 8 月 7 日)	6
图 3: 公司各业务营收占比	6
图 4: 公司各业务毛利率	6
图 5: 公司营业收入及增速	10
图 6: 公司归母净利润及增速	10
图 7: 公司分市场经营模式	10
图 8: 公司销售组织架构	10
图 9: 经销商数量分布 (截止至 2019/6/30)	11
图 10: 经销商保证金余额变化	11
图 11: 分销售模式收入结构拆分	11
图 12: 桃李终端情况及拆分 (个)	11
图 13: 公司 KA 客户销售额 (亿元)	12
图 14: 公司前五大客户收入占比情况	12
图 15: 桃李面包生产子公司分布	13
图 16: 克里斯汀财务数据	14
图 17: 面包新语财务数据	14
图 18: 85 度 C 财务数据	14
图 19: 桃李面包财务数据	14
图 20: 公司面包业务产能梳理	15
图 21: 面包业务产能增速&收入增速匹配情况	15
图 22: 公司分区域营收 (亿元)	17
图 23: 公司分区域营收占比	17
图 24: 公司各区域毛利率 (%)	17
图 25: 公司各区域同比增速 (%)	17
图 26: 东北地区收入 (百万元) 及增速	18
图 27: 东北地区毛利润及净利润 (百万元)	18
图 28: 公司华北地区收入 (百万元) 及增速	19
图 29: 华北地区毛利润及净利润 (百万元)	19
图 30: 公司西南地区收入 (百万元) 及增速	20
图 31: 西南地区毛利润及净利润 (百万元)	20
图 32: 公司华东地区收入 (百万元) 及增速	21
图 33: 华东地区毛利润及净利润 (百万元)	21
图 34: 公司西北地区收入 (百万元) 及增速	21
图 35: 西北地区毛利润及净利润 (百万元)	21
图 36: 公司华南地区收入 (百万元) 及增速	22
图 37: 华南地区毛利润及净利润 (百万元)	22
图 38: 公司华中地区收入 (百万元) 及增速	23
图 39: 华中地区毛利润及净利润 (百万元)	23

表目录

表 1: 公司主营三大产品类别	6
表 2: 同系列产品价格比较	7
表 3: 欧美系面包 vs 日系面包	8
表 4: 公司历年新品推出情况	8
表 5: 主营业务收入增长的量价拆分	9
表 6: 终端创收能力对比	12
表 7: 行业经营模式对比	13
表 8: 公司在建/拟在建产能规划	15
表 9: 各区域产能情况 (单位: 万吨)	15
表 10: 桃李面包人均消费额测算	18
表 11: 2018 年底华东地区终端情况	21

1. 历史回顾：稳步发展的短保面包龙头

1.1. 从区域逐步走向全国，精耕细作实现全国化

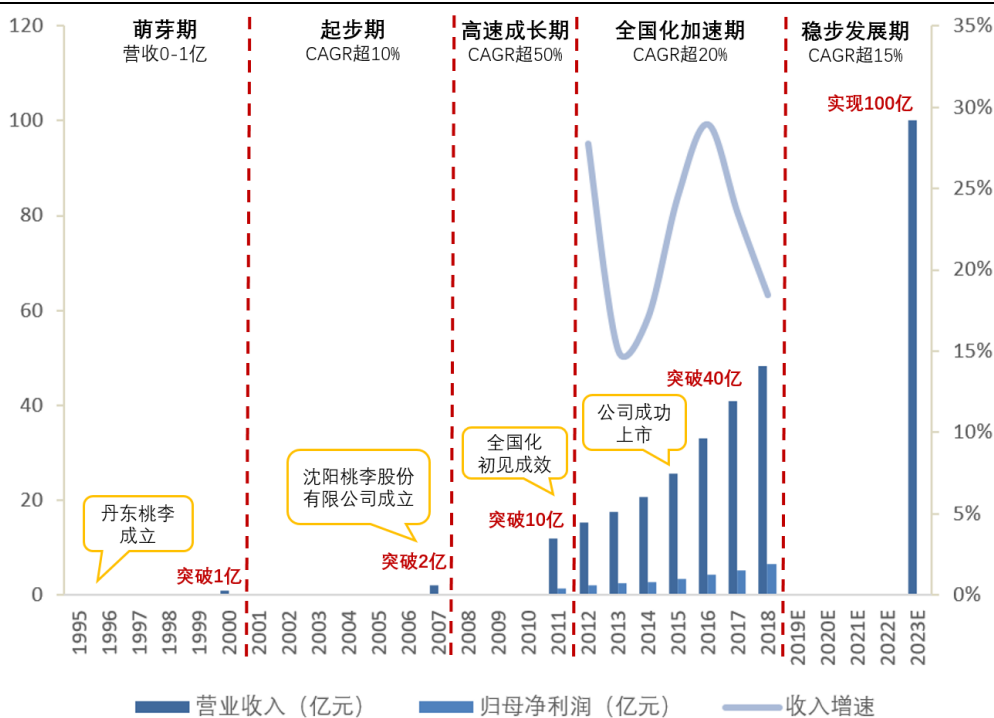
萌芽期（1995-2000年）：1995年，桃李品牌创立，丹东桃李食品有限公司成立，随后公司以东北、华北为根据地，率先进军西南市场。2000年，公司实现收入规模首次破亿。

起步期（2001-2007年）：公司坚持稳扎稳打，先后收购长春桃李、丹东桃李、沈阳八方塑料、北京桃李和包头桃李。这一阶段，营业收入停留在1-2亿元，复合增速约为10%。2007年，随着面包行业渗透率提升，公司开始更加侧重于面包业务，收入规模突破2亿元。

高速成长期（2008-2011年）：公司确定了以面包为主要产品的发展方向，加快新品研发与投放，随着多款核心产品面市，市场加速扩张。同时，收购大连桃李、成都桃李、西安桃李、上海桃李、哈尔滨桃李、锦州桃李、石家庄桃李。2011年，公司收入规模达到10亿元，复合增速高达50%。

全国化加速期（2012-至今）：公司实施全国化战略，加强华东、华南等区域的产能布局。成熟市场继续渠道下沉，同时加大新市场开拓节奏。2015年12月22日，公司A股上市。2017年公司营收规模突破40亿元，复合增速达20%，成为短保细分领域龙头，目标在2023年实现100亿营收。

图 1：桃李面包发展历程

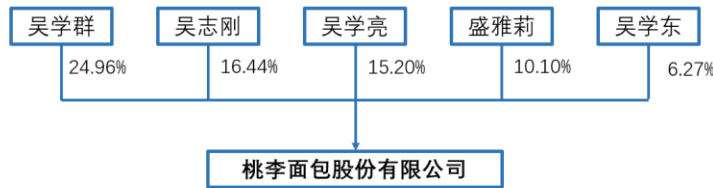


数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 家族企业特征明显，员工持股创造活力

公司是典型的家族企业，股权结构相对集中。公司实际控制人为吴学群、吴学亮、吴志刚、吴学东及盛雅莉，持有总股本的72.87%，其中吴志刚和盛雅莉为夫妻关系，吴学东、吴学群和吴学亮分别是二人的长子、次子和三子。

图 2: 桃李面包股权结构 (截至 2019 年 8 月 7 日)



数据来源: Wind, 东北证券

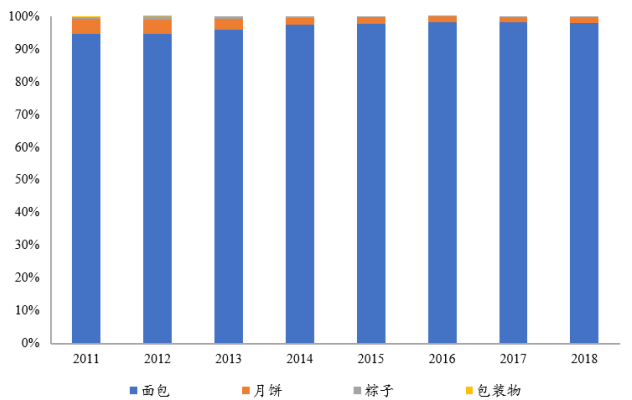
此外, 公司将员工持股计划作为中长期的奖励政策, 每年设立一期员工持股计划, 共计五期, 自 2017 年度始至 2021 年度止。公司已于 2017 年上半年、2018 年 7 月完成两期员工持股计划, 分别覆盖公司中高层管理层及骨干员工 108、109 人, 今年 3 月桃李再度发布第三期员工持股计划草案, 确定参与员工 127 人。股权激励绑定员工与公司利益, 充分激励和保障其工作积极性, 有利于公司的长期发展。

2. 产品端: 性价比为王, 产品制胜

2.1. 面包业务为核心, 产品结构清晰

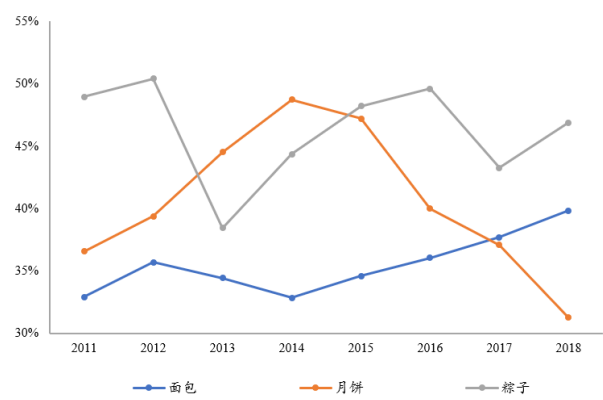
以面包业务为核心, 产品结构简单清晰。公司营收主要来自于面包业务, 目前拥有软式面包、起酥面包和调理面包三大系列。2018 年面包业务收入为 47.29 亿, 占总营业收入比重为 97.84%, 毛利率为 39.83%。此外, 公司还生产月饼、粽子等节日性食品 (占比极小, 分别为 1.96%、0.20%), 对应毛利率分别为 31.27%、46.89%。公司产品定位为“高性价比”, 并将其作为最重要的核心价值及品牌形象, 现已成为中国短保面包行业领先者。

图 3: 公司各业务营收占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 4: 公司各业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

表 1: 公司主营三大产品类别

类别	主要产品		产品示例
面包糕点	短保面包	醇熟切片面包	
		奶棒面包	
		红豆起酥面包	
		吉士排面包	

		鸡蛋香松包	
	中保面包	天然酵母面包	
	糕点	爆浆Q团糕点	
		纯蛋糕	
		布朗尼蛋糕	
		铜锣烧糕点	
老婆饼			
月饼	礼盒月饼		
粽子	桃李蒸粽		

数据来源：公司官网，东北证券

坚持“高性价比”的品牌定位，同类产品中价格&品质更优。得益于超出同业水平的工厂数量和销售规模，公司具有较强的规模效应，因此产品定价低于同业，具有极高性价比。与宾堡、美焙辰、曼可顿相比，相同系列产品公司售价较低，以天猫旗舰店价格为例，桃李较宾堡便宜 5% 左右，较美焙辰相比便宜 10% 左右，较曼可顿便宜 15% 左右，较门店模式下终端价便宜 30% 左右，高性价比的产品更符合大众客户的消费偏好。

表 2: 同系列产品价格比较

系列	品牌	单价 (元)	重量 (g)	每 1000g 价格 (元)
天然酵母面包	桃李	29.8	600	49.7
	美焙辰	24.9	450	55.3
	宾堡	28	450	62.2
手撕面包	桃李	26.9	960	28.0
	美焙辰	24.9	800	31.1
	曼可顿	39.9	910	43.8
奶棒面包	桃李	24.9	960	25.9
	美焙辰	24.9	400	62.3
	曼可顿	9.9	240	41.3

数据来源：天猫官方旗舰店，东北证券

2.2. 值得再度审视的研发实力

产品取胜，研发实力领先同业。公司十分注重产品研发方面，从欧、美、日购置先进生产设备；同时，公司组织研发团队每年去全球学习新工艺，不断提高产品质量与实力。对比来看，曼可顿、宾堡作为欧美系面包代表，品牌历史悠久，自动化程度高，产品口感更偏欧美系。而桃李在学习优秀同行经验的基础上，在国人更易于接受的日系面包上加以改良，最终研发出最适合我国市场的产品。

表 3: 欧美系面包 vs 日系面包

类别	特点	代表企业
欧美系面包	作为主食来源，为便于存放，通常少油少糖，口感偏干硬有韧性，突出小麦原本味道。	宾堡、曼可顿、嘉顿
日系面包	作为舶来品经过改良，相比欧系吐司加入更多的糖和油，突出面包“湿润、松软、香甜”的口感，拥有各式夹心口味选择。	桃李、山崎

数据来源：东北证券

加快新品迭代，优化产品结构。在醇熟、奶棒面包等原有明星单品的基础上，公司不断加强新产品的开发和推广。桃李通常根据市场潮流及消费者趋势适时推出部分网红产品或新品，新品成功率及推向市场后的渠道反馈远远领先于竞争对手，带来消费者黏性持续提升的正循环。如 2015 年，推出中保爆款产品——天然酵母面包；2016 年，推出焙软吐司；2017 年，推出蔓越莓核桃面包；2018 年，推出脏面包等。产品定价普遍在 3-9 元价格带区间，精准定位目标人群，持续转化为黏性客户。公司产品理念追求“小而精”，考虑到产品生命周期，内部同时采取末位淘汰机制，以保证品类的精简，从而实现单品效益的最大化。从产品结构来看，主食类面包占比高于休闲零食类。

表 4: 公司历年新品推出情况

年份	新品
2015	天然酵母、鸡蛋肉松等；
2016	焙软吐司等；
2017	蔓越莓核桃面包等；
2018	豆小方起酥面包、脏面包、幸福的紫米糯面包、爱豆的面包、轻芯吐司面包、纯蛋糕等
2019	蛋黄酥糕点、小偃面包、解禅小菓、小天使面包、巧乐角面包等；

数据来源：公司公告，东北证券

2.3. 量价拆分：收入增长以量增驱动为主

收入增长以量增为主，符合“高性价比”定位。从收入增长的量价拆分来看，面包业务以量增为主要驱动力，这主要与公司自身“高性价比”的定位、以走量为主的特点相一致，量增主要来自产能释放过程中成熟市场的渠道下沉、以及新市场的开拓（后续展开分析）。

单价有提升空间，产品结构优化升级贡献小幅价增。从价上来看，15-18 年面包单价的小幅增长主要来自于新品推广及产品结构优化、加之小幅直接提价所贡献。随着新产能的释放，公司不断推出高附加值产品（如甜面包类、丹麦类的单价较普通面包有所提高），优化产品结构，同时公司推出主打“无添加”的高端吐司吟酿面包，有助于公司产品均价及盈利能力的持续提升。整体来看，公司直接提价较少，仅在 2017 年为应对原材料价格上涨而进行小幅提价。展望未来，随着此前因产能受限导致供不应求的吐司类产品的产能不断释放，预计未来产品单价趋势总体相对平稳。

表 5: 主营业务收入增长的量价拆分

	报告期	2013	2014	2015	2016	2017	2018
面包	收入 (百万)	1685.64	2003.56	2504.83	3243.03	4004.69	4728.61
	收入-yoy	16.5%	18.9%	25.0%	29.5%	23.5%	18.1%
	销量 (吨)	103474.8	122819.2	151165.8	192901.4	232750.9	268801.9
	销量-yoy	16.4%	18.7%	23.1%	27.6%	20.7%	15.5%
	单价 (元/公斤)	16.3	16.3	16.6	16.8	17.2	17.6
	单价-yoy	0.1%	0.1%	1.6%	1.5%	2.3%	2.2%
月饼	收入 (百万)	56.67	42.39	49.65	57.75	68.05	94.94
	收入-yoy	-14.7%	-25.2%	17.1%	16.3%	17.8%	39.5%
	销量 (吨)	1200.6	914.7	1179.5	1498.3	2013.3	3037.1
	销量-yoy	-14.8%	-23.8%	28.9%	27.0%	34.4%	50.9%
	单价 (元/盒)	47.2	46.3	42.1	38.5	33.8	31.3
	单价-yoy	0.2%	-1.8%	-9.2%	-8.4%	-12.3%	-7.5%
粽子	收入 (百万)	15.52	12.08	8.85	4.7	6.97	9.68
	收入-yoy	12.8%	-22.2%	-26.7%	-46.9%	48.3%	38.9%
	销量 (吨)	524.3	405.4	257.8	185.2	199.0	263.9
	销量-yoy	20.1%	-22.7%	-36.4%	-28.2%	7.4%	32.7%
	单价 (元/盒)	29.6	29.8	34.3	25.4	35.0	36.7
	单价-yoy	-6.1%	0.7%	15.2%	-26.1%	38.1%	4.7%

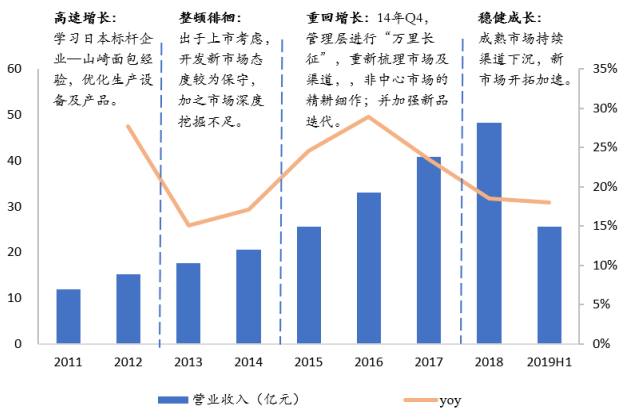
数据来源: 公司公告, 东北证券

3. 贯彻渠道下沉, 自建工厂实现全国化布局

3.1. 贯彻渠道下沉, 营收、净利持续增长

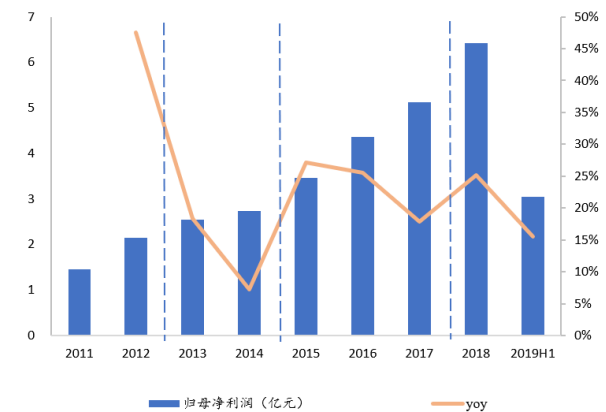
2010-2012 年, 桃李学习日本烘焙龙头——山崎面包经验, 生产技术及产品品质实现大幅突破, 收入体量迈向十亿级别。2013-2014 年, 出于上市考虑, 公司在开发新市场方面相对保守, 新品类拓展较慢, 市场深度挖掘度不足, 营收及净利润增速回落, 经历整顿徘徊时期。2015-2017 年, 直至 2014 年底, 管理层进行“万里长征”, 在东北、内蒙东部及河北东北部的 138 个市县进行调研, 对市场的认识发生极大的变化, 提出了“渠道下沉”这一新思想。2015 年以来, 公司加大市场投入, 成熟市场渠道下沉至县城及乡镇, 非中心城市进行渠道精耕细作, 同时加强新品迭代, 推出天然酵母等产品, 营收重回 25% 以上的高速增长。2018 年以来, 公司稳健增长, 加码布局全国产能, 新市场开拓加快, 稳步迈向百亿目标。

图 5: 公司营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 6: 公司归母净利润及增速

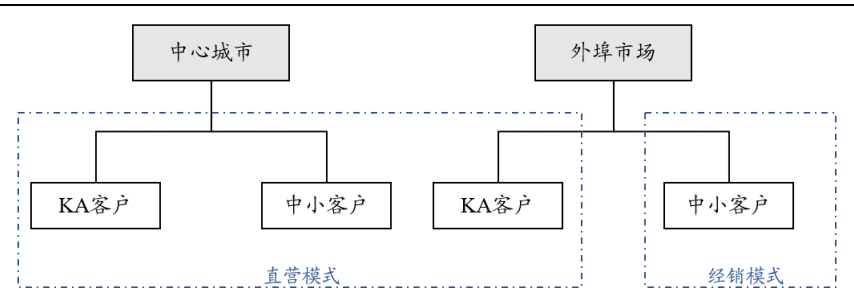


数据来源: 公司公告, 东北证券

3.2. 生意模式艰辛，特殊的渠道模式构建行业进入门槛

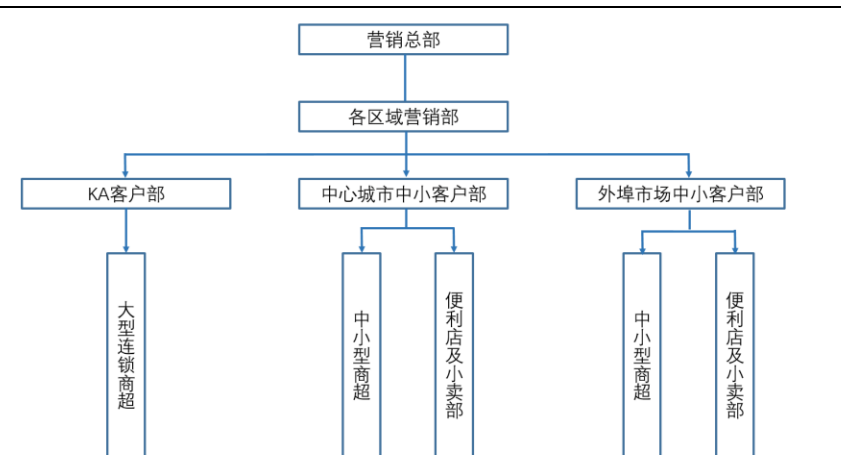
经营模式上，公司采取“直营+经销”相结合的模式，**直营模式：经销模式收入比约为 63%：37%**。针对已建工厂的 17 个中心城市的 KA 客户、中小超市、便利店终端，以及外埠城市的 KA 客户，公司采取直营的模式进行渠道拓展；针对外埠市场的便利店、县乡商店、小卖部，公司则采取经销模式进行市场开拓。

图 7: 公司分市场经营模式



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 8: 公司销售组织架构

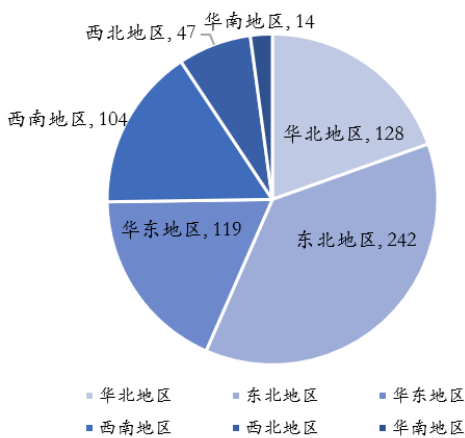


数据来源: 招股说明书, 东北证券

采用内部培养自有经销商体系，壁垒进一步加深。对比来看，市场上其他外资品牌多采取招募现有社会资源经销商的方式。然而，由于短保品类在模式上的特殊性，普通经销商通常缺乏运营经验及退货管控经验，因此公司自建通路并另辟蹊径，开辟了内部独特的体系，从零开始培养公司内部员工发展为经销商。因此相对来讲，公司建立一支经销商团队的周期相对更长，但其好处在于经销商进行员工化管理，公司在管控力度上、及经销商的稳定性与文化归属感更强。同时，公司规定经销商只得经营桃李产品，进一步绑定其黏性。

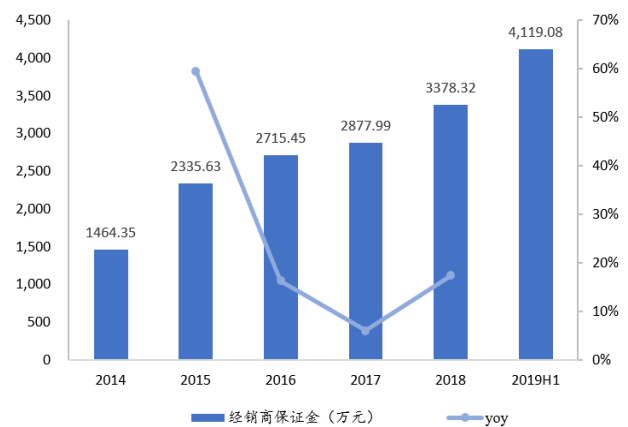
随着渠道下沉及新市场开拓，经销收入占比逐年提高。根据公司最新数据，截止 2019 年 6 月底，公司共有 654 家经销商，较公司上市前（2015 年 6 月底，公司共有经销商数量 563 家）净增加 91 家。经销商分布情况与公司所在市场渠道下沉水平类似，成熟市场中经销商数量相对较多，华南市场目前经销商数量最少。

图 9：经销商数量分布（截止至 2019/6/30）



数据来源：公司公告，东北证券

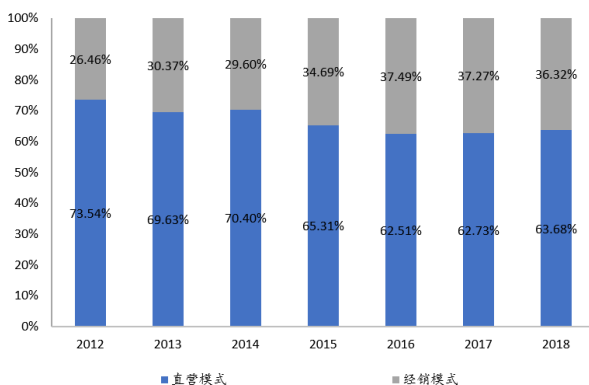
图 10：经销商保证金余额变化



数据来源：公司公告，东北证券

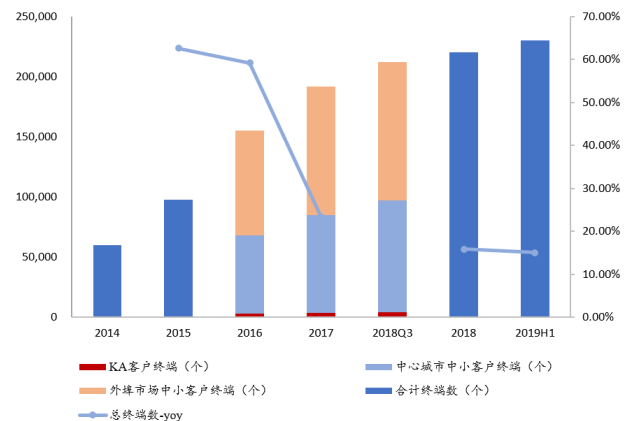
终端精耕细作，渠道壁垒深厚。近 2-3 年，公司终端数以 2-3 万家/年的速度持续增长。从渠道结构来看，2019H1，公司 KA 渠道收入占比 26.65%，夫妻老婆店、社区店仍为公司的核心渠道。外资品牌由于缺乏国内市场运作经验，多以进入大型商超及便利店为主，而我国此类渠道在整体零售渠道中占比相对较小。桃李作为本土企业，开发小店能力极强，公司稳扎稳打，占领了社区店、学校及小卖店的优势货架资源，小店货架资源通常较为有限，公司具备显著先发优势，渠道壁垒不断加深。

图 11：分销售模式收入结构拆分



请务必阅读正文后的声明及说明

图 12：桃李终端情况及拆分 (个)



数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

数据来源：公司公告，东北证券

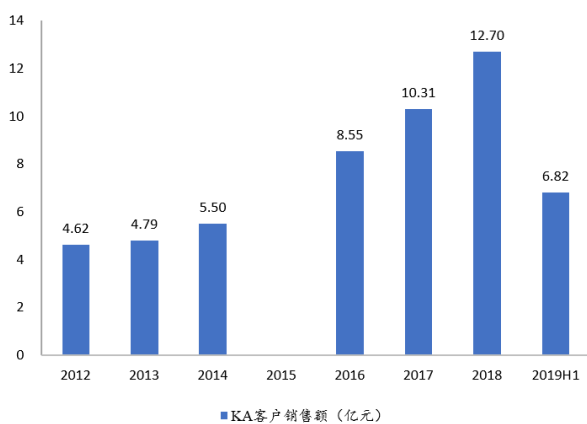
KA 渠道增长态势良好，下游客户集中度有所提升。上市以来，公司下游前五大客户集中度经历先下降后上升的趋势，其中，永辉超市收入高速增长，并发展成为公司第一大客户。KA 渠道收入增速快于整体增长，主要系公司近三年加大对华东、华南、西北等成长市场及新市场的开拓力度，KA 渠道渗透率持续提升。从创收能力来看，KA 渠道单店创收能力达非 KA 渠道的 18 倍左右。盈利能力对比来看，KA 渠道通常进场费用等成本较高、退货率较低；而小店终端门槛费用低、退货率较高。综合来看，预计公司在商超终端与小店终端盈利能力水平大致相当。

表 6: 终端创收能力对比

终端类型	18Q3 销售额 (亿元)	18Q3 终端数 (个)	近似年化单店收入 (万元)
KA 终端	9.40	4216	29.71
非 KA 终端	25.85	207921	1.66
单店创收倍数 (KA/非 KA)		17.92x	

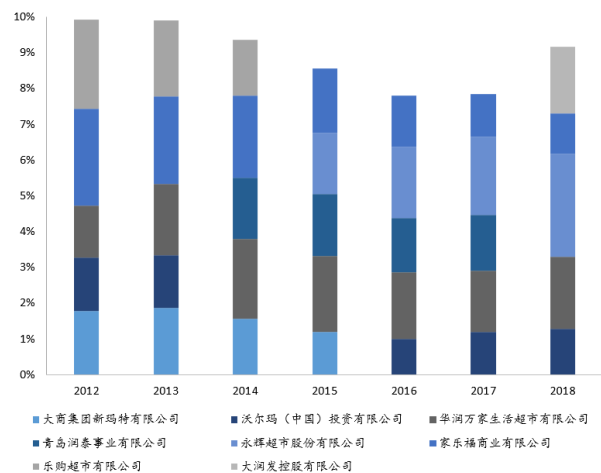
数据来源：公司公告，东北证券（年化单店收入由 2018 年前三季度销售额推导计算）

图 13: 公司 KA 客户销售额 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券（15 年未披露导致数据缺失）

图 14: 公司前五大客户收入占比情况



数据来源：公司公告，东北证券

3.3. “中央工厂+批发”模式，自建生产基地完善销售渠道

1995 年，丹东桃李成立，桃李品牌创立；1997 年，沈阳桃李、哈尔滨桃李成立。2000 年之前，公司主要在东北三省及西南地区进行布局。2000-2010 年期间，公司开始开拓华北、华东及西北市场，从大本营东北区域走向全国布局。2013 年，内蒙古桃李、青岛桃李、济南桃李成立；截至 2015 年，公司基本完成北方地区布局。2015 年上市后，公司加快南方扩张步伐，先后成立东莞桃李、武汉桃李，完成了对华南及华中市场的建设。

图 15: 桃李面包生产子公司分布



数据来源：公司官网，东北证券

根据销售模式和销售渠道的不同，行业内主要分三种经营模式：

- 1) **中央工厂+批发**：企业在各个城市设立生产加工工厂，通过流水生产线和现代化的生产设备进行食品的生产 and 加工，以工厂为圆心，通过集中物流配送，将产品批发给本地及周边城区的商场、超市或经销商再销售给终端消费者。
- 2) **连锁门店**：企业在城区周边设立工厂，制作成品或半成品，在市区人口密集的商业区和居民区设立各式各样的烘焙连锁店，包括面包房、西饼屋等。通过专门的物流配送将工厂制作的半成品或成品运送到市区门店进行现场加工、销售。
- 3) **中央工厂+电商**：在新零售概念推广以后，烘焙企业渐渐发展出线上线下结合的“中央工厂+电商+冷链物流”的新兴模式。

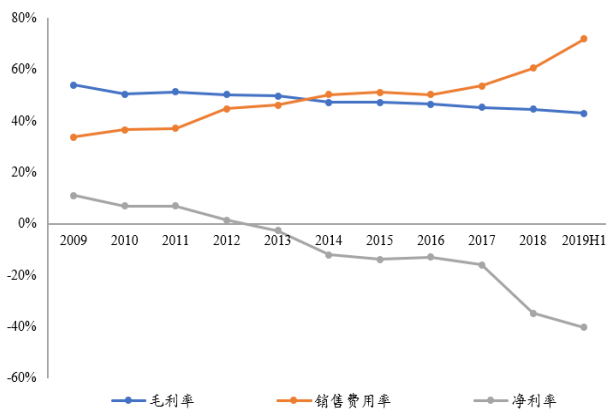
表 7: 行业经营模式对比

经营模式	优势	劣势	代表企业
中央工厂+批发	生产自动化程度较高，规模效应显著	主要在便利店、商超进行销售，对终端的掌控力较弱	桃李面包、宾堡、曼可顿、美焙辰
连锁店	成品配送	门店租售成本和营业管理费用高，全国化扩张有一定难度	克莉丝汀
	半成品配送/前店后厂		85度C、好利来、面包新语、元祖股份
中央工厂+电商	无需高昂的门店租金及人员成本相对轻资产	消费者体验度及其服务能力较弱	幸福西饼、21cake、诺心 Le cake

数据来源：公开资料，东北证券

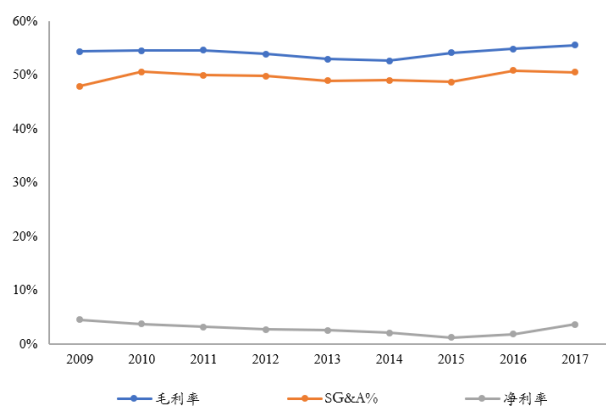
批发模式具备“渠道下沉+异地扩张”基因，规模优势显著，盈利能力更优。我们对比烘焙行业中连锁模式及批发模式两种业态发现，连锁模式毛利率相对更高，可比公司毛利率普遍高达 50%-60%；然而连锁门店模式下，公司需要承担高昂的门店租赁费用及人工成本，使得整体销售费用率高企，拖累公司净利率，面包新语、85 度 C、及克里斯汀净利率水平均低于 10%，甚至亏损。连锁模式相对重资产，难以进行快速异地扩张或渠道下沉，因此该模式普遍在一二线城市进行拓展。相比之下，桃李面包毛利率水平接近 40%，中央工厂模式下发挥了显著的规模优势，近年来毛利率呈攀升趋势，尽管在渠道下沉及新市场开拓阶段，公司加大了物流费用投入导致销售费用走高，但公司持续维持 10% 以上的净利率水平，盈利能力更优。

图 16: 克里斯汀财务数据



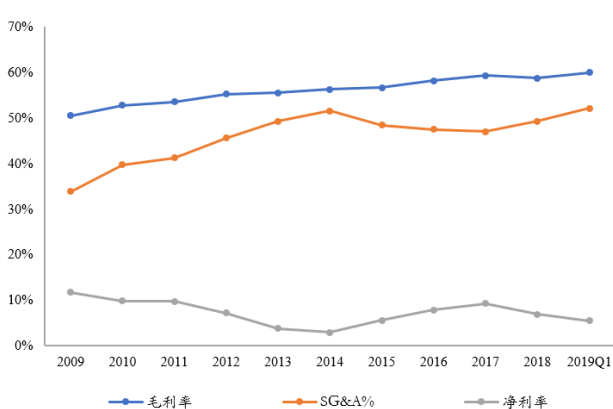
数据来源: Wind, 东北证券

图 17: 面包新语财务数据



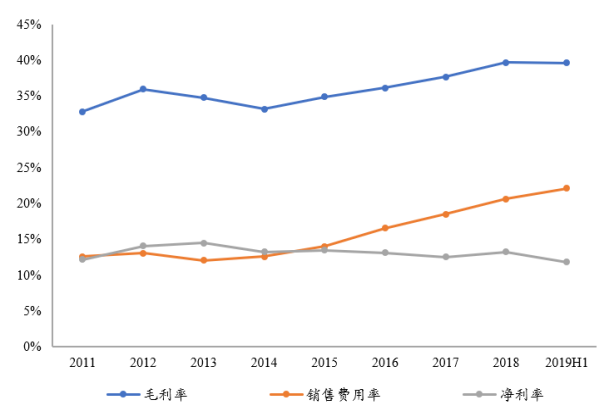
数据来源: Wind, 东北证券

图 18: 85 度 C 财务数据



数据来源: Wind, 东北证券

图 19: 桃李面包财务数据

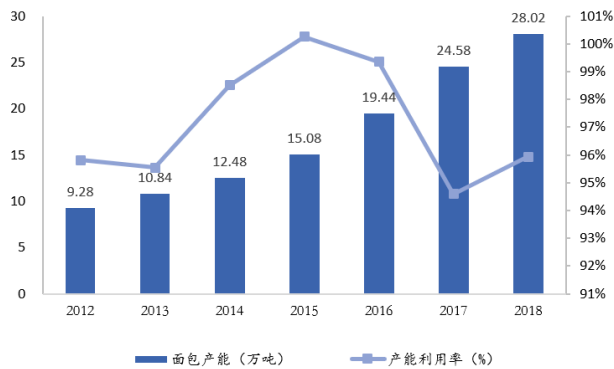


数据来源: Wind, 东北证券

3.4. 积极扩张产能，助力全国化进程

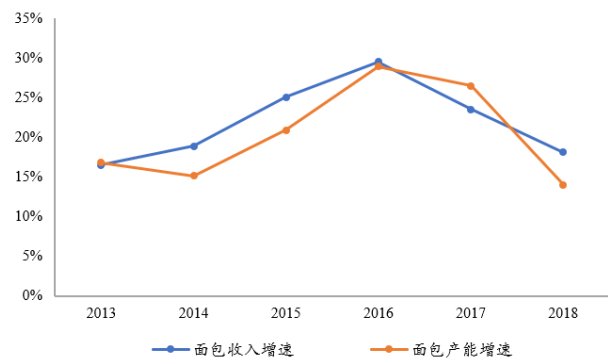
截至 2018 年，公司已有 17 个工厂投产，合计产能 28 万吨，公司产能利用率常年维持 95% 以上。产能增长基本与收入增速基本相一致，因此，解决产能瓶颈是公司迈向百亿目标的关键。随着公司此次可转债项目发行，产能加码布局，助力公司龙头地位的持续巩固与护城河的加深。公司在建产能武汉 2.55 万吨/山东 2.12 万吨/江苏 2.2 万吨/沈阳 6 万吨预计于 19-20 年投产；四川/青岛/浙江项目规划中，预计 2021 年附近投产；产能不足问题预计逐步缓解，助力桃李迈向百亿目标。

图 20: 公司面包业务产能梳理



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 21: 面包业务产能增速&收入增速匹配情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

表 8: 公司在建/拟在建产能规划

简称	资金来源	规划产能 (万吨)	项目进度 (截止 2019 年 H1)	预计投产时间
沈阳桃李	2015 年 IPO	6 (含 0.4 月饼)	5.1%	2021 年 6 月
浙江桃李	2019 年可转债	4.28	0.2%	—
江苏桃李	2019 年可转债	2.20	27.8%	2020 年 H2
青岛食品	2019 年可转债	2.96	0.0%	—
四川桃李	2019 年可转债	2.5	1.5%	2021
山东桃李	2017 年非公开	2.12	42.8%	2020 年 H1
武汉桃李	2017 年非公开	2.55	51.3%	预计 2019 年 10 月一期项目完工投产, 2020 年 6 月整体完工投产。

数据来源: 公司公告, 调研纪要, 东北证券

新增产能预计贡献 10w 吨+, 产能有望大幅提升。公司现有 17 家工厂中, 6 家为租用厂房。相比自建厂房, 租用厂房折旧摊销成本较高, 未来自建工厂将逐步替代租用工厂, 预计新项目合计贡献 10 万吨以上实际净新增产能 (部分新增产能为替代产能, 待新产能释放平稳过渡后, 部分租用工厂如青岛桃李、上海桃李将停止租赁), 总产能提升幅度 40%+。公司产能逐步缓解的同时盈利能力有望提升, 助力桃李日配比例提高及供应链效率改善。

表 9: 各区域产能情况 (单位: 万吨)

子公司	投产时间	厂房情况	产能 (万吨)	产能利用率 (2018Q3)	在建/拟建产能项目	规划产能 (万吨)
东北合计			11.0			
沈阳桃李	1997	自建/租用	4.5	96.3%	✓	6 (含 0.4 月饼)
长春桃李	1999	租用	1.9	95.2%		
丹东桃李	1995	自建	0.4	93.3%		
哈尔滨桃李	1997	自建	1.7	104.9%		

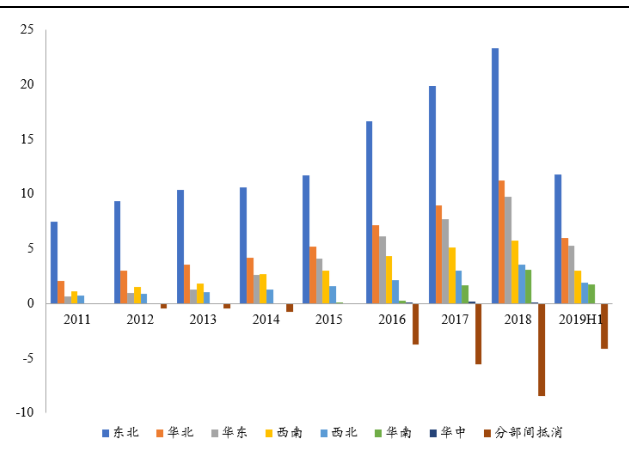
锦州桃李	1996	自建	1.3	93.1%		
大连桃李	1998	自建	1.2	94.4%		
华北合计			6.3			
石家庄桃李	2000	自建	1.5	88.0%		
北京桃李	1998	自建	2.2	93.3%		
内蒙古桃李	2013	自建	1.8	97.1%		
天津桃李	2018	自建	0.7	81.7%		
华东合计			4.4			
上海桃李	2000	租用	1.5	105.3%		
浙江桃李					✓	4.28
江苏桃李					✓	2.20
青岛桃李	2013	租用	1.4	99.8%		
青岛食品					✓	2.96
山东桃李					✓	2.12
济南桃李	2013	租用	1.5	92.0%		
西南合计			2.4			
成都桃李	1997	自建	1.6	116.6%		
四川桃李					✓	2.5
重庆桃李	2017	自建	0.9	80.5%		
西北合计			1.7			
西安桃李	2008	自建	1.7	95.3%		
华南合计			1.5			
东莞桃李	2016	租用	1.5	83.9%		产线改造
华中合计			0.0			
武汉桃李					✓	2.55

数据来源：公司公告，东北证券

4. 桃李扩张路径：全国化框架形成，各区域成长空间可观

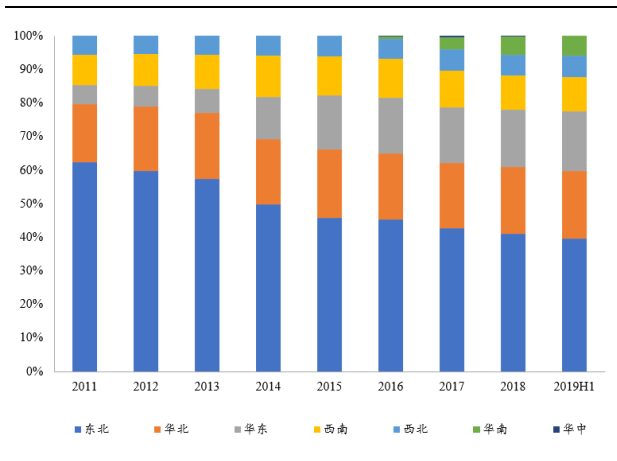
截至 2018 年，从各区域营收来看，公司主要收入来源仍然是北方市场，其中东北市场占比最高，达 48.3%；其次华北、华东、西南市场占比分别为 23.3%、20.2%、12.0%；西北、华南、华中市场占比较低，分别为 7.29%、6.40%、0.14%。从各区域毛利率来看，毛利率前 5 位市场分别是西北地区、西南地区、东北地区、华北地区、华东地区，毛利率水平分别为 39.0%、38.9%、34.4%、32.6%、32.1%，而华中和华南地区毛利率均略低，分别为 28.7%和 24.4%。

图 22: 公司分区域营收 (亿元)



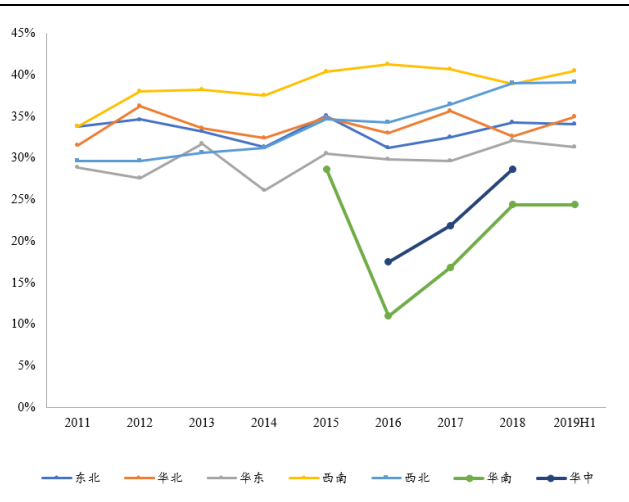
数据来源：公司公告，东北证券

图 23: 公司分区域营收占比



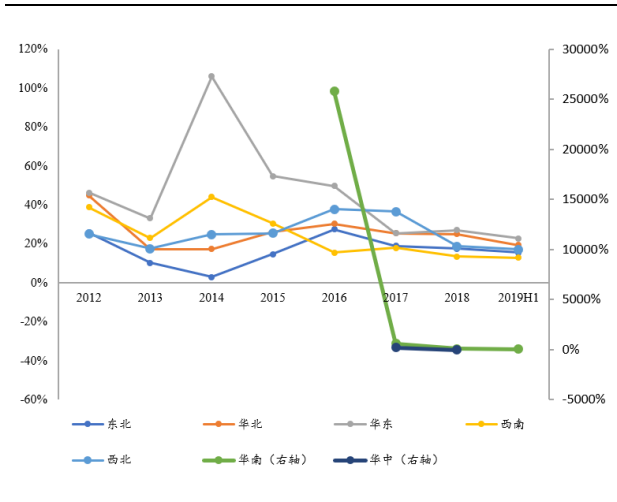
数据来源：公司公告，东北证券（不考虑分部间抵消）

图 24: 公司各区域毛利率 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

图 25: 公司各区域同比增速 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

根据市场成熟度，可将公司市场分为成熟市场、次成熟市场、成长市场和新兴市场。其中，成熟及次成熟市场包括东北、华北、及西南地区，公司进入市场时间较早、人均消费额较高；成长市场包括华东、西北地区，公司进入市场时间次之、人均消费额次高；新兴市场包括华南、华中地区，公司进入市场时间较晚，人均消费额及子公司净利率较低，主要处于市场开拓阶段。

表 10: 桃李面包人均消费额测算

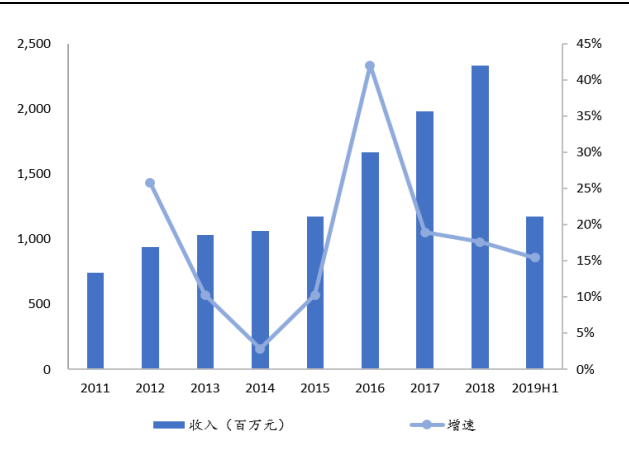
区域		城镇人口 (万人)	营业收入 (百万)	人均消费额 (元)	毛利率 (%)	净利率 (%)
成熟及次成熟市场	东北地区	6738	2332.70	34.62	34.27%	14.05%
	华北地区	10996	1124.49	10.23	32.60%	11.28%
	西南地区	10181	578.29	5.68	38.90%	18.70%
成长市场	华东地区	25955	974.23	3.75	32.07%	2.15%
	西北地区	5315	352.18	6.63	38.97%	12.82%
新市场	华南地区	10743	309.47	2.88	24.37%	-2.32%
	华中地区	12042	6.94	0.06	28.66%	-83.21%
合计(子公司口径)		81970	5678.30	6.93	33.78%	10.85%
合计(报表口径)			4833.23	5.90	39.68%	13.29%

数据来源: 国家统计局(城镇人口数以 2017 年末统计数据近似), 公司公告, 东北证券(分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算, 存在因分部间抵消产生的与报表数据差异)

4.1. 成熟市场持续渠道下沉, 稳健增长

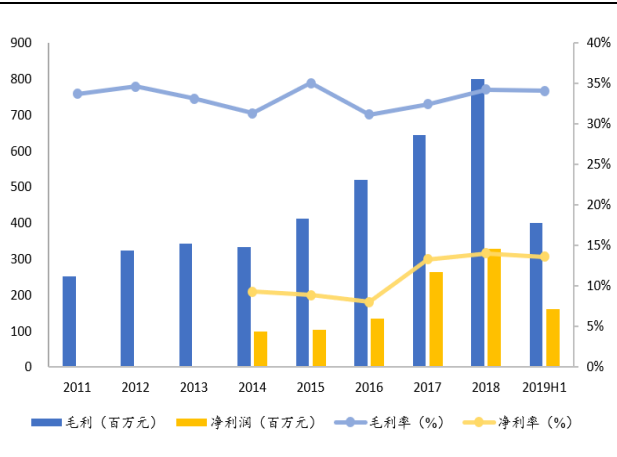
东北地区: 东北地区作为公司的大本营地区, 是桃李的发源地及最早布局区域, 也是公司目前最大的销售市场及主要利润来源。1995 年公司成立丹东桃李, 1996 年成立锦州桃李, 1997 年成立哈尔滨桃李, 1998 年成立大连桃李, 1999 年成立长春桃李。东北地区 2011-2018 年营收 CAGR 为 17.7%。**东北作为成熟市场的增长主要来自:** 1) **销售网络的不断细化, 渠道下沉至县级市及镇级市:** 以辽宁为例, 辽宁市场的渠道下沉程度最高, 省内镇级市场实现无缝对接, 乡级市场暂未覆盖; 东北其他两省实现县级市场的无缝对接, 渠道仍有一定深耕空间。2) **消费者培育贡献:** 东北是短保面包领域消费者培育成熟度最高的市场, 预计桃李市占率达 60% 左右。受益于校园渠道的优势, 消费者习惯从学生开始培育, 学生群体成为饮食习惯的传播者, 步入社会后转换为家庭角色持续购买品牌, 消费黏性极强。盈利方面, 2018 年东北地区实现营业收入 23.33 亿元, 净利润为 3.28 亿元, 净利率达 14.05%。未来随着渠道下沉的不断深入, 东北地区将持续发挥优势, 盈利能力稳定。

图 26: 东北地区收入(百万元)及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 27: 东北地区毛利润及净利润(百万元)

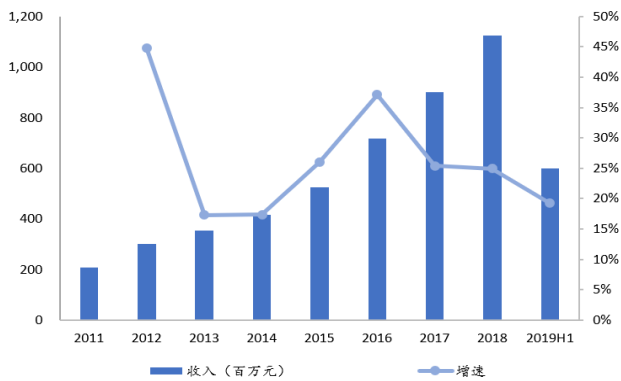


数据来源: 公司公告, 东北证券(分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算, 存在因分部间抵消产生的与报表数据差异)

华北地区：公司较早进入华北市场，1998年成立北京桃李，1999年成立包头桃李，2000年成立石家庄桃李，2013年成立内蒙古桃李，2013年成立天津桃李。2011-2018年华北地区收入CAGR为27.2%。从全国来看，华北市场消费短保面包习惯成熟度较高；同时，华北也是宾堡、曼可顿、北京义利等其他品牌的主要竞争市场。公司华北地区产能主要由北京、石家庄、内蒙古、天津四个工厂的覆盖。其中，北京及石家庄工厂建设较早，为顺应京津冀一体化趋势，公司上市后建设天津工厂（设计产能为0.87万吨，于2018年3月投产）。相比于北京工厂，天津工厂自动化程度更高，生产人员数量精简，生产成本更低，分担了此前由北京承接的天津、唐山、廊坊、承德等地的需求。在渠道下沉方面，北京、天津、石家庄、内蒙古已实现县级市场的无缝对接，未来华北地区的市场成熟度将持续向东北靠拢。

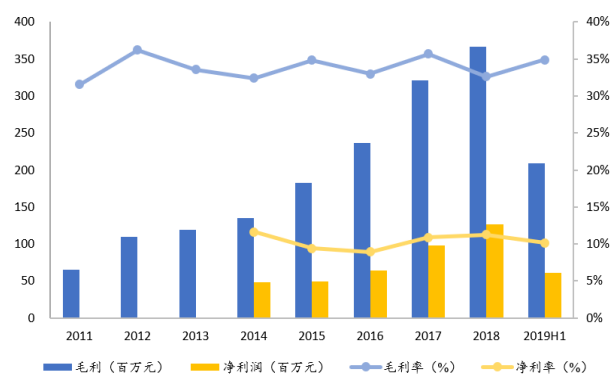
盈利方面，2018年华北地区实现营业收入11.24亿元，净利润为1.27亿元，净利率为11.28%，随着天津工厂产能爬坡逐步成熟，产能利用率有望进一步提高并拉动规模效应，盈利能力仍有改善空间。

图 28: 公司华北地区收入 (百万元) 及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 29: 华北地区毛利润及净利润 (百万元)



数据来源：公司公告，东北证券（分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算，存在因分部间抵消产生的与报表数据差异）

西南地区：西南地区是桃李面包最早进入的市场之一，1997年成都桃李成立，2014年重庆桃李成立，2017年四川桃李成立。2011-2018年收入CAGR为27.1%，西南地区一直以来是公司重点拓展的市场之一，并维持了较长一段时间的高速增长状态。2017年以前，公司西南地区的产能全部由成都工厂贡献，其产能约为1.56万吨，工厂负荷严重，产能利用率高达130%-140%。2017年10月，重庆桃李一期投产，目前产能约为0.87万吨，用于覆盖重庆、贵州、云南区域。此外，公司拟建四川桃李（设计产能为2.5万吨，可转债项目之一），预计2021年后投产，并替代成都桃李工厂覆盖四川地区。渠道方面，截至2018年末，公司在西南地区建立了约3.3万个终端；其中，四川省约有1.8万个终端，重庆、贵州、云南区域合计约有1.5万个终端，为公司全国范围内销售网点最为密集的地区之一。随着产能压力的逐步缓解，未来公司将在巩固KA渠道的同时，继续加快西南地区区县市的渠道下沉。

盈利方面，2018年西南地区实现营业收入5.78亿元，净利润为1.08亿元，净利率为18.70%，由于成都工厂生产天然酵母等高毛利产品的比例较高，西南地区成为公司盈利能力最高的区域。随着产品结构调整，加之东北及华南承担部分天然酵母的生产，预计未来西南地区利润率更加趋近于东北地区。2018年以来，西南地区收入

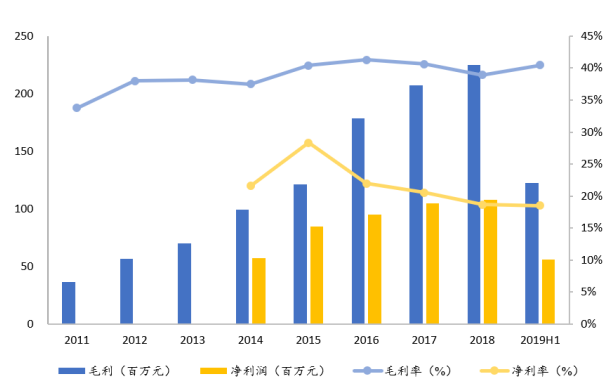
有所放缓，预计主要系过往高速增长下西南地区产品、人员、产能等方面不匹配，公司现阶段重新审视市场，未来随着四川工厂开工、重庆工厂产能利用率提升，潜在在云南、贵州市场拓展，西南地区收入有望重回快速增长。

图 30: 公司西南地区收入 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 31: 西南地区毛利润及净利润 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券 (分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算, 存在因分部间抵消产生的与报表数据差异)

4.2. 成长市场潜力巨大, 增长可期

华东地区: 华东市场进入时间较早且市场潜力巨大, 2000 年成立上海桃李, 2013 年成立济南桃李、青岛桃李, 2016 年成立江苏桃李、合肥桃李、南昌桃李、山东桃李, 2017 年成立浙江桃李、青岛食品。华东地区人口密度高、经济发达, 拥有庞大的便利店及独立/连锁烘焙店体系, 短保市场空间极为广阔。华东地区 2011-2018 年华收入 CAGR 为 46.9%, 尽管从销售规模上来看是公司的第三大市场, 但相比华东地区的人口和消费水平, 桃李面包在华东市场渗透率相对较低, 未来仍有较大的拓展空间。

华东市场主要包括山东、江苏、上海、安徽、浙江等省市, 截止 2018 年底, 公司在上述市场分别建立约 23000 个、9400 个、4300 个、2500 个、2000 个终端。其中, 山东地区已发展为公司的优势区域, 渠道下沉方面, 桃李已覆盖到山东全部地级市, 然而从终端覆盖数来看, 公司仅在沈阳及周边地区拥有终端数超 23000 个, 与山东全省总量接近, 证明渠道仍有进一步深耕空间。从人均消费量来看, 根据国家统计局, 山东省人口数量约与东北三省人口数量之和相当, 而公司 18 年山东省销量仅为东北地区的 1/3 左右。山东人口基数大、人口密度高, 同时又是面食大省, 仍有极大拓展潜力及增长空间。公司近两年重点加码布局华东市场, 包括从成熟市场调配优秀销售人员, 偏远地区引进经销政策, 渠道进一步精耕细作。同时, 公司此次可转债项目中 3/4 用于投资华东地区产能 (江苏桃李、青岛桃李、浙江桃李), 长三角地区将成为公司未来重点布局区域, 随着产能提升及渠道开拓, 公司将进一步打开长三角地区市场空间。

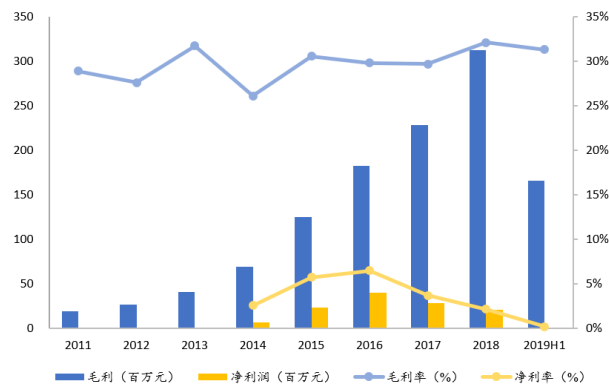
盈利方面, 2018 年华东地区实现营业收入 9.74 亿元, 净利润仅为 0.21 亿元, 净利率仅为 2.15%。受渠道调整、人员梳理、部分产品产能不足等因素影响, 华东地区目前盈利水平相对较差, 未来随着新增产能释放、规模效应凸显, 华东地区盈利情况有望好转。

图 32: 公司华东地区收入 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 33: 华东地区毛利润及净利润 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券 (分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算, 存在因分部间抵消产生的与报表数据差异)

表 11: 2018 年底华东地区终端情况

主要省市	终端数量 (个)
山东省	23000
江苏省	9400
上海市	4300
浙江省	2500
安徽省	2000

数据来源: 公司公告, 可转债回复函, 东北证券

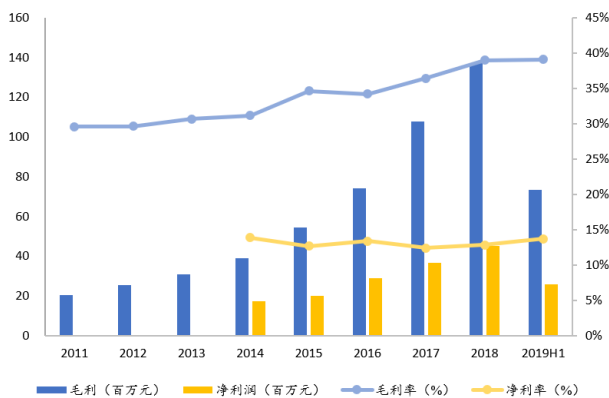
西北地区: 2008 年公司成立西安桃李, 2017 年成立银川桃李。2011-2018 年西北地区收入 CAGR 为 26.3%, 西北市场围绕西安向其他城市辐射, 经历高速增长阶段后短期收入增速稍有回落, 考虑到新开拓的宁夏市场及潜在甘肃市场, 加之西安工厂产线改造升级, 预计西北地区未来收入增速有望保持在 15% 以上。
盈利方面, 2018 年西北地区实现营业收入 3.52 亿元, 净利润为 0.45 亿元, 净利率为 12.82%, 盈利水平相对稳定。

图 34: 公司西北地区收入 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 35: 西北地区毛利润及净利润 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券 (分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算, 存在因分部间抵消产生的与报表数据差异)

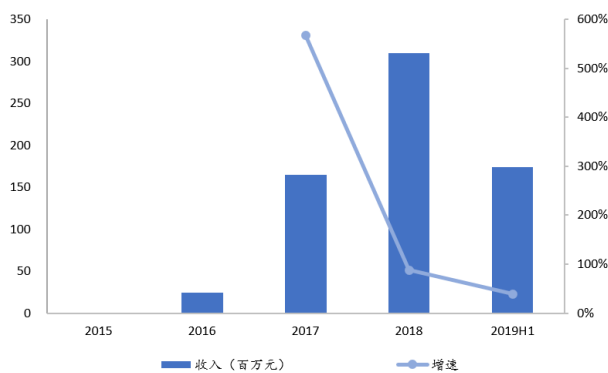
4.3. 新市场稳步开拓，全国化雏形初现

公司在新市场的开拓上主要采取两种模式，分别为跳岛式和推进式。根据不同区域市场的特点，公司分别采取了跳岛式和推进式两种不同的方式拓展华南及华中市场。跳岛式建厂采用一次性投放，虽然短期内会产生亏损，实则加快了市场开拓进度。推进式指圈层式建厂，其优势在于更加稳健，培育较好的市场基础及品牌接受度。通过从小厂换大厂或周边建厂，例如北京到天津建厂、成都到重庆建厂、内蒙古到石家庄搬厂都属于推进式的做法。通常情况下，推进式建厂后第一年子公司利润大幅下降，第二年待产能爬坡逐步成熟后实现利润再创新高。

华南地区：华南市场为公司 2015 年上市后开拓的新市场，2015 年成立东莞桃李、深圳桃李，2018 年成立海口桃李。华南市场作为沿海发达市场，且具备有利的面包消费基础，未来成长潜力巨大，公司目前华南市场仍以渠道开拓为主。

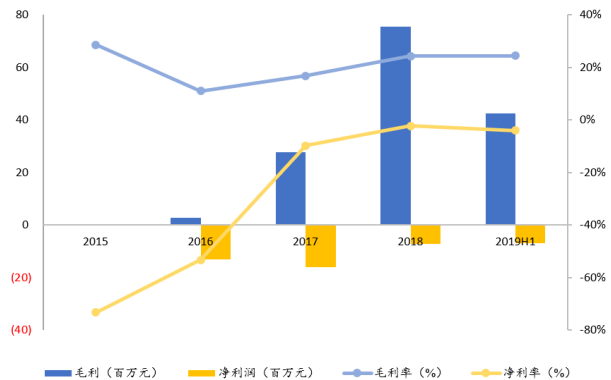
盈利方面，2018 年华南地区实现营业收入 3.09 亿元，收入增长态势持续向好，净利润亏损 717 万元，减亏幅度明显。通常来讲，新工厂在投产后 2-3 年内开始盈利，由于东莞工厂属于跳岛式建厂，前期亏损较大，2018 年华南市场逐步减亏，华南市场此前主要面临产能不足、人才缺乏等问题。新市场毛利率及净利率水平较低主要与开工率不足、人工成本较高、退货率高于成熟市场、及工厂覆盖半径较大导致物流成本较高等因素有关。随着产线结构优化调整，切片产能不足问题逐步缓解，随着规模效应逐步凸显，预计未来盈利能力有望持续改善。

图 36: 公司华南地区收入 (百万元) 及增速



数据来源：公司公告，东北证券

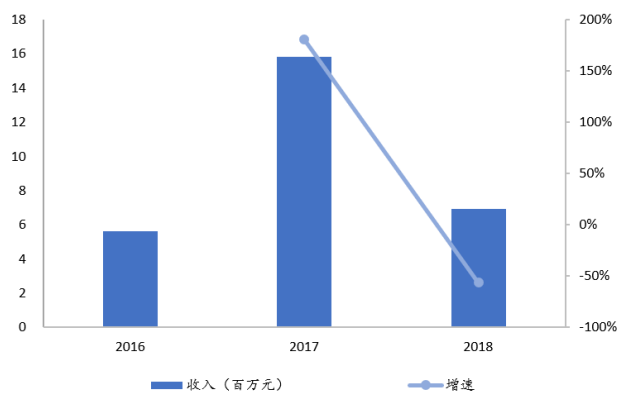
图 37: 华南地区毛利润及净利润 (百万元)



数据来源：公司公告，东北证券（分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算，存在因分部间抵消产生的与报表数据差异）

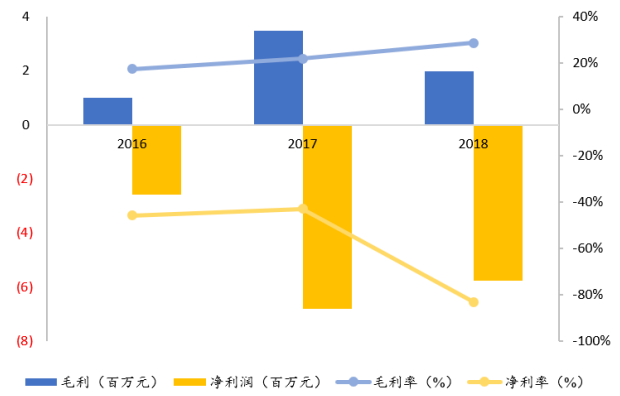
华中地区：华中市场为公司 2015 年上市后开拓的新市场，2016 年成立武汉桃李、长沙桃李、南昌桃李。华中地区目前体量尚小，且处于亏损状态，目前华中暂无已投产产能，未来随着武汉工厂建成投产，华中地区有望实现较为可观的收入。由于华中市场的面包消费习惯相对薄弱，需要进行较长一段时间的消费者教育，公司前期开拓市场阶段通过西安等其他地区工厂调货，长途运费成本高昂。公司目前已在建武汉工厂（设计产能为 2.55 万吨），预计 2019H2 一期项目完工投产，2020 年中整体完工。

图 38: 公司华中地区收入 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 39: 华中地区毛利润及净利润 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券 (分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算, 存在因分部间抵消产生的与报表数据差异)

5. 投资建议及盈利预测

5.1. 投资逻辑

短期逻辑：二季度以来，公司收入/利润增速加快，迎来业绩拐点，次成熟&新市场表现值得重点关注。1) 华东、华南市场增速亮眼：作为今年重点开拓市场，19年H1 华东/华南市场分别实现增速 22.8%/38.9%。预计华东地区人员调整效果开始显现，加之偏远地区引进经销政策，渠道进一步精耕细作；华南地区渠道不断下沉，市场培育逐渐成熟，随着产线结构优化调整，此前切片产能不足问题逐步缓解。2) 东北、华北成熟市场增长稳健，西南、西北增速预计环比加快：19年H1 东北/华北/西南/西北分别实现增速 15.5%/19.3%/12.9%/17.1%。成熟市场增长依然稳健，重庆桃李/天津桃李分别于17年底/18年初投产，新增产能释放，加之市场拓展积极，西部市场预计Q2增速较Q1有所提高。

长期视角：公司向2023年百亿目标稳步前进，产能加码布局龙头地位巩固&护城河加深。在建产能武汉2.55万吨/山东2.12万吨/江苏2.2万吨预计于19-20年投产；沈阳/四川/青岛/浙江项目规划中，预计2021年附近投产；预计新项目合计贡献10万吨以上实际新增产能（提升幅度40%+），产能不足问题有望逐步缓解，助力桃李日配比例提高&供应链效率改善。市场此前普遍担心达利竞争冲击及公司费用端压力，我们认为短保行业处于高速增长阶段，尚未进入存量市场的抢夺，桃李深耕市场20余年，消费者粘性&渠道壁垒深厚，竞争对手短期难以动摇，长期来看，参与者高举高打加入有利于共同做大行业规模。

5.2. 盈利预测及评级

营业收入：考虑公司新市场拓展及产能释放，我们预测公司2019-2021年营收分别为58.17亿元、69.79亿元、84.26亿元，对应增速分别为20.35%、19.97%、20.74%；

毛利率：考虑规模效应，原材料成本变动、以及产品结构变化趋势，我们预测公司2019-2021年毛利率分别为39.7%、39.6%、38.8%。

费用率：考虑新市场开拓及渠道下沉，预计物流费用投放力度持续加大，预计2019-2021年销售费用率+管理费用率为23.1%、22.9%、22.2%。

小结：我们预计公司2019-2021年实现归母净利润分别为7.59亿元、9.19亿元、11.11亿元，同比增速分别为18.22%、21.11%、20.80%。预计2019-2021年EPS为1.15、1.40、1.69元，对应PE为42倍、34倍、28倍，维持“买入”评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,424	2,314	3,204	4,284	净利润	642	759	919	1,111
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	10	0	0	0
应收款项	429	450	541	654	折旧及摊销	147	0	0	0
存货	110	125	150	184	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	77	85	95	107	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	2,040	2,974	3,989	5,229	投资损失	-30	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	32	-28	-15	-21
长期投资净额	0	0	0	0	其他	2	40	2	4
固定资产	1,277	1,277	1,277	1,277	经营活动净现金流量	803	771	906	1,094
无形资产	276	276	276	276	投资活动净现金流量	-362	120	-17	-14
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-377	-1	0	0
非流动资产合计	1,870	1,710	1,725	1,735	企业自由现金流	326	698	828	1,004
资产总计	3,911	4,684	5,714	6,963					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	318	323	392	481	每股指标				
预收款项	1	1	2	2	每股收益 (元)	0.97	1.15	1.40	1.69
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	5.19	6.35	7.74	9.43
流动负债合计	488	503	614	753	每股经营性现金流量 (元)	1.22	1.17	1.38	1.66
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	1	0	0	0	营业收入增长率	18.47%	20.35%	19.97%	20.74%
长期负债合计	1	0	0	0	净利润增长率	25.11%	18.22%	21.11%	20.80%
负债合计	489	503	614	753	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	3,421	4,181	5,100	6,211	毛利率	39.68%	39.66%	39.61%	38.77%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	13.29%	13.05%	13.17%	13.18%
负债和股东权益总计	3,911	4,684	5,714	6,963	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	28.77	28.24	28.28	28.35
					存货周转率 (次)	13.01	12.98	13.00	12.99
					偿债能力指标				
					资产负债率	12.51%	10.74%	10.74%	10.81%
					流动比率	4.18	5.91	6.50	6.95
					速动比率	3.91	5.59	6.19	6.64
					费用率指标				
					销售费用率	20.66%	21.18%	21.05%	20.30%
					管理费用率	1.84%	1.89%	1.87%	1.87%
					财务费用率	-0.21%	-1.03%	-1.27%	-1.42%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	46.34	41.92	33.68	27.88
					P/B (倍)	8.70	7.61	6.07	4.99
					P/S (倍)	4.70	3.91	3.26	2.70
					净资产收益率	18.77%	18.16%	18.03%	17.88%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: 上海交通大学金融硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业分析师。

马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

王钰: 伦敦政治经济学院金融与经济硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn