

短保面包行业标杆，高性价比打造竞争壁垒

桃李面包(603866)

深耕烘焙行业二十年，聚焦短保打造竞争壁垒

桃李自1997年扎根烘焙行业，距今已超20年，是行业深度玩家。桃李品牌已成为跨区域的全国知名面包品牌，在短保烘焙领域更是拥有绝对的竞争优势。公司通过“中央工厂+批发”的模式已在全国18个区域建立了生产基地，覆盖26万多个零售终端，通过少而精的产品组合形成了规模优势，优化生产成本。未来随着行业需求提升以及公司持续全国化布局，预计公司仍是短保烘焙领域的绝对龙头以及不可多得的优质标的。

烘焙行业方兴日盛，短保龙头未来可期

烘焙是休闲食品中规模最大、成长较快的细分板块，近五年年化增长11.3%，零售规模超过2000亿元。但对标全球人均消费量来看，我国烘焙市场仍有数倍成长空间，随着西式餐饮习惯渗透和休闲需求持续增长推动下，烘焙行业有望持续扩容。细分来看，中保和短保烘焙在口感、新鲜度、健康性等方面的优势将加速其对于长保烘焙的替代。其中短保市场规模170亿元左右，年化增速(+19%)远高于行业，成长空间广阔；而桃李凭借多年的渠道拓展和生产经营经验稳居市场首位(市占率29.4%)。未来随着行业竞争格局不断清晰，市场集中度提升，看好桃李在发展中不断强化竞争优势，抢占更多市场份额。

降本增效提升效率，桃李布局满天下

持续不断的降本增效和全国化布局将是桃李打造竞争力的核心看点。

公司已经通过“中央工厂+批发”的模式达到行业领先的生产效率，但在短保烘焙行业既要实现高频配送，又要降低退货率的诉求下对于产品组合的选择和供应链管理形成了极大的考验。桃李打造明星单品的产品思路以及直营+经销的渠道网络构建都将稳步推进其不断实现效率优化。

全国化进程来看，公司分区域、分阶段布局合理，各区域兼具成熟、成长和起步期多个阶段，华中、华南和华东等地人均消费额明显偏低。公司目前正处全国化的重要发展周期，随着全国市场持续布局，将加速成为真正意义上全国化的短保龙头企业。

盈利预测

我们预计2020年-2022年公司营收分别为59.63/71.39/84.66亿元，同比增长+5.7%/+19.7%/+18.6%。实现归母净利润分别为8.85/10.07/12.46亿元，同比增长+29.5%/+13.8%/+23.7%，EPS分别为1.30、1.48、1.83元/股，对应PE为47/41/33倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

疫情影响、原材料价格上涨、行业竞争、食品安全

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	60.85
股票代码:	603866
52周最高价/最低价:	67.88/34.5
总市值(亿):	413.87
自由流通市值(亿):	413.87
自由流通股数(百万):	680.15



分析师:寇星

邮箱:kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师:卢周伟

邮箱:luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,833	5,644	5,963	7,139	8,466
YoY (%)	18.5%	16.8%	5.7%	19.7%	18.6%
归母净利润(百万元)	642	683	885	1,007	1,246
YoY (%)	25.1%	6.4%	29.5%	13.8%	23.7%
毛利率 (%)	39.7%	39.6%	41.7%	40.7%	41.2%
每股收益 (元)	0.94	1.00	1.30	1.48	1.83
ROE	18.8%	18.3%	19.1%	17.9%	18.1%
市盈率	64.45	60.56	46.77	41.09	33.22

资料来源: wind、华西证券研究所

正文目录

1. 桃李面包乘风破浪，造就短保行业龙头.....	5
1.1. 家族深耕行业二十余年，员工持股利益绑定.....	5
1.2. 凝心聚力打造面包帝国，财务表现保持稳定.....	6
2. 烘焙行业方兴日盛，短保龙头未来可期.....	8
2.1. 烘焙行业前景广阔，中短保面包更受青睐.....	8
2.2. 行业集中度不断提升，龙头企业成长空间广阔.....	9
3. 产品渠道筑优势，“桃李”布局满天下.....	12
3.1. 高性价比明星产品塑品牌地位，新产品研发顺应市场需求.....	12
3.2. “中央工厂+批发”模式降本增效，销售渠道网络高效运转.....	13
3.3. 新产能逐步放量，全国化布局加速扩张.....	16
4. 盈利预测.....	21
5. 风险提示.....	22

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	5
图表 2 公司发展历程.....	6
图表 3 公司主要产品.....	6
图表 4 公司各产品销售收入（亿元）.....	7
图表 5 2019 年公司各产品销售收入占比（%）.....	7
图表 6 面包及糕点产销量及增速（万吨）.....	7
图表 7 月饼和粽子产销量及增速（吨）.....	7
图表 8 公司营业收入和归母净利润（亿元）.....	8
图表 9 公司毛利率和净利率（%）.....	8
图表 10 我国烘焙市场规模（亿元）.....	8
图表 11 2019 年各国人均烘焙食品消费量（kg）.....	8
图表 12 2019 年我国烘焙产业产品结构占比（%）.....	9
图表 13 我国面包市场规模（亿元）.....	9
图表 14 面包各细分行业对比.....	9
图表 15 我国烘焙市场集中度（%）.....	10
图表 16 各国烘焙市场 CR5 对比（%）.....	10
图表 17 各国烘焙龙头市占率对比（%）.....	10
图表 18 桃李面包市场占有率（%）.....	10
图表 19 短保面包行业宾堡、美焙辰、桃李竞争对比.....	11
图表 20 2019 年我国面包行业竞争格局.....	11
图表 21 2018 年各短保品牌市场占有率（%）.....	11
图表 22 桃李面包性价比高于同行.....	12
图表 23 公司近年研发费用（万元）.....	13
图表 24 桃李面包品类多元化，迎合消费潮流.....	13
图表 25 两种短保经营模式对比.....	13
图表 26 桃李中央工厂布局.....	14
图表 27 中央工厂业务流程.....	14
图表 28 公司直营与经销模式的销售收入（亿元）.....	14
图表 29 2019 年公司直营与经销销售占比（%）.....	14
图表 30 公司分区域经销商数量（个）.....	15
图表 31 生产基地（个）与零售终端（万个）数量.....	15
图表 32 公司物流配送模式.....	15
图表 33 产品配送服务费用与销售费用（亿元）.....	15
图表 34 桃李面包退货率（%）.....	16
图表 35 桃李和达利的存货周转率对比（%）.....	16

图表 36	公司拟投产项目	16
图表 37	公司各区域收入占比 (%)	17
图表 38	分地区毛利率对比	17
图表 39	公司 2019 年各区域营收以及人均消费额	17
图表 40	东北地区营收及其增速 (亿元)	18
图表 41	东北地区毛利率	18
图表 42	华北地区营收及其增速 (亿元)	19
图表 43	华北地区毛利率	19
图表 44	华东地区营收及其增速 (亿元)	19
图表 45	华东地区毛利率	19
图表 46	西南地区营收及其增速 (亿元)	20
图表 47	西南地区毛利率	20
图表 48	西北地区营收及其增速 (亿元)	20
图表 49	西北地区毛利率	20
图表 50	华南地区营收及其增速 (亿元)	21
图表 51	华南地区毛利率	21
图表 52	华中地区营收及其增速 (亿元)	21
图表 53	华中地区毛利率	21
图表 54	公司盈利预测 (百万元)	22
图表 55	可比公司估值对比	22

1. 桃李面包乘风破浪，造就短保行业龙头

1.1. 家族深耕行业二十余年，员工持股利益绑定

桃李面包股份有限公司于 2015 年上市，前身是沈阳市桃李食品有限公司，1997 年由吴志刚吴总率领其家族成立。公司是国内短保面包的龙头，发源于东北，在东北地区的市占率超过五成，并逐步实现全国化扩张，目前形成东北，华北，华东，西北，西南，华南，华中 7 个经营大区，在全国 18 个区域建立了生产基地，总产能超过 30 万吨。

图表 1 公司发展历程

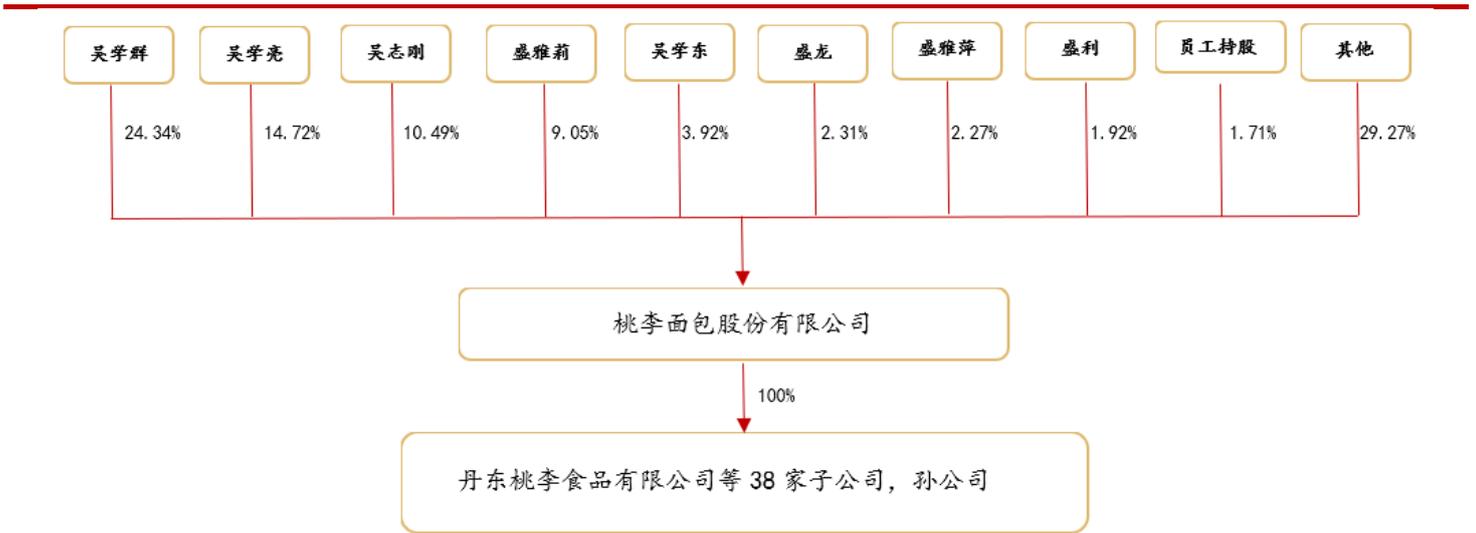


资料来源：公司公告，华西证券研究所

家族持股超 7 成，员工与企业利益高度绑定。公司实际控制人为吴志刚家族五人，合计持股 62.52%，其中吴志刚和盛雅莉为夫妻，吴学群，吴学亮，吴学东是他们的三个儿子；前十大股东中盛龙，盛利，盛雅萍与控股股东之一盛雅莉是姐弟（妹）关系，家族合计持股超过 7 成，公司是典型的家族企业。第十大股东是为了激励员工而设立的员工持股计划，于 2017 年设立，截至 2020 年三季度末，合计持股占总股本的 1.71%。

家族内部顺利接棒，管理层架构稳定。创始人吴志刚于 2019 年辞任董事会职务，由第三子吴学亮接替董事长职务，次子吴学群担任执行总经理，共同接管公司，二人之前均参与公司经营管理多年，运营经验丰富。公司高管的 4 人中有 2 人是家族成员，2 名为职业经理人，二人均由公司内部提拔，在公司任职多年，公司管理层架构稳定。

图表 2 公司发展历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 凝心聚力打造面包帝国，财务表现保持稳定

公司深耕烘焙市场二十余年，专注打造以面包为核心的“桃李”品牌帝国。自成立以来，公司聚焦于面包等优质烘焙产品的研发、生产和销售，产品结构简单清晰，主要产品分为面包及糕点、月饼和粽子三类。面包为公司主导产品，公司推出了软式面包、起酥面包、调理面包 3 大系列 30 余个品种；月饼和粽子为针对传统节日开发的节日食品，进一步优化了公司的产品结构，提升业绩空间。

图表 3 公司主要产品

产品种类		明星产品
烘焙食品	面包及糕点 (软式面包、起酥面包、调理面包)	
节日食品	月饼	
	粽子	

资料来源：公司官网，华西证券研究所

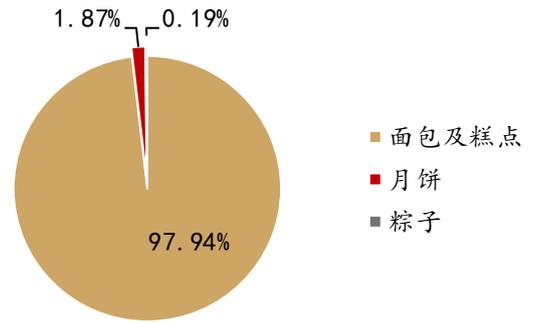
面包是主要收入来源，产销两旺。面包及糕点作为桃李的核心产品，产销率维持较高水平，贡献了公司大部分的销售收入。2019 年公司面包及糕点销售量为 31.94 万吨，同比增长 18.83%，销售收入高达 55.27 亿元，占公司总营收的 97.94%。月饼和粽子作为公司延伸产品，近年来销量稳步提升，展现出较大的发展潜力及市场空间。2019 年公司生产并销售的月饼和粽子分别为 0.35 万吨和 0.03 万吨，同比增长 15.62% 和 31.05%；贡献销售收入 1.06 亿元和 0.11 亿元，同比增长 11.32% 和 9.14%。

图表 4 公司各产品销售收入 (亿元)



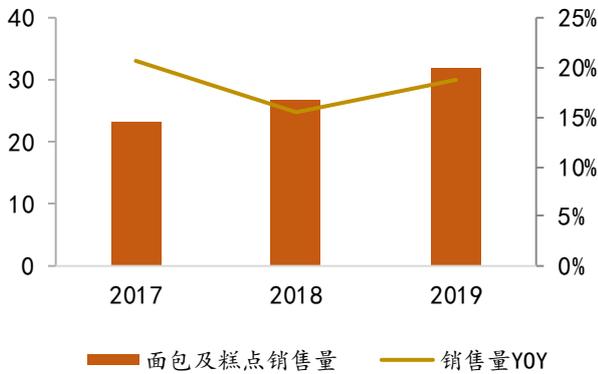
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图表 5 2019 年公司各产品销售收入占比 (%)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图表 6 面包及糕点产销量及增速 (万吨)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

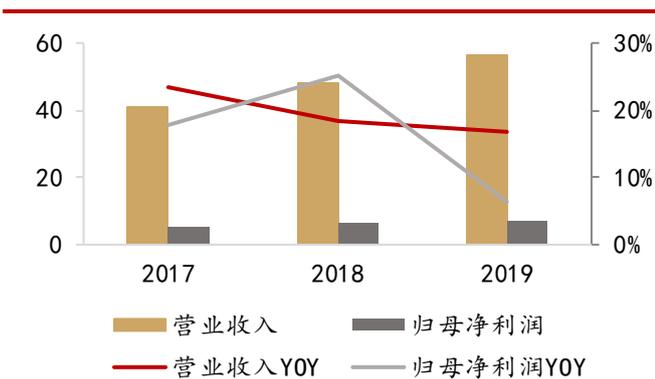
图表 7 月饼和粽子产销量及增速 (吨)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

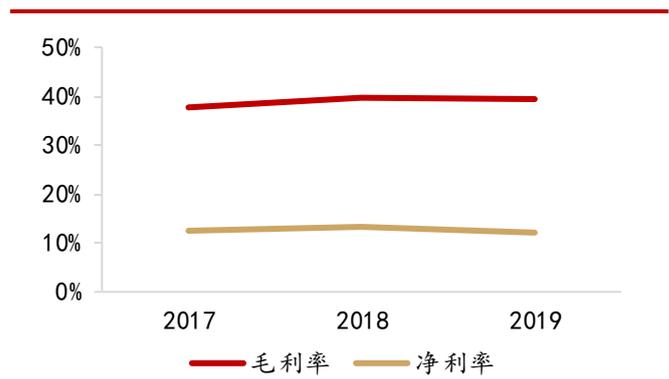
公司总体经营状况良好, 财务表现保持稳定。2019 年桃李实现营业收入 56.44 亿元, 同比增长 16.77%, 2017-2019 年 CAGR 达 11.42%; 归母净利润 6.83 亿元, 同比增长 6.42%。2019 年公司整体毛利率和净利率分别为 39.57%和 12.11%, 分别较上年同期减少 0.11pct 和 1.18pct, 主要系公司在全国化扩张进程中面临的竞争加剧, 同时公司加大了对新开发市场的费用投入, 导致毛利与净利润的增速低于营业收入的增速。2020 年虽然面临疫情考验, 但公司前三季度依旧实现了收入增长 6.22%、利润增长 37.31%的可观业绩, 同时随着疫情好转, 公司业绩加速好转。

图表 8 公司营业收入和归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 9 公司毛利率和净利率（%）



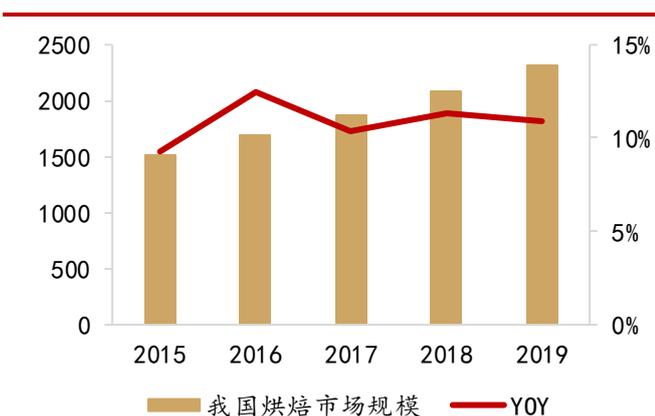
资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 烘焙行业方兴日盛，短保龙头未来可期

2.1. 烘焙行业前景广阔，中短保面包更受青睐

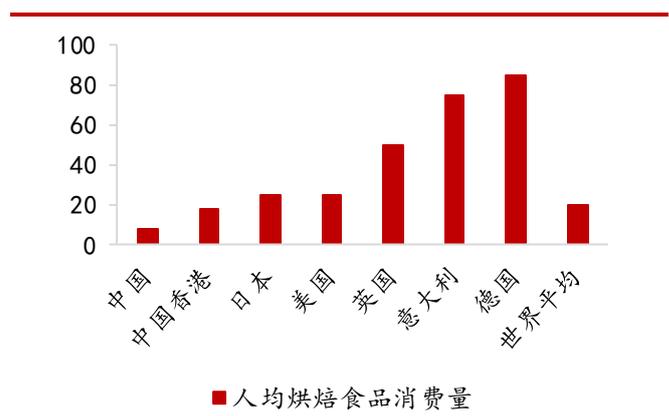
烘焙食品于上世纪 80 年代由中国香港和中国台湾地区传入大陆，随着西式饮食文化的兴起，烘焙市场迅速发展壮大。根据欧睿国际的数据显示，2015-2019 年烘焙市场 CAGR 为 11.3%，是食品饮料行业中成长较快的细分板块之一，预计未来 5 年仍能高于 10% 的增速成长。我国 2019 年烘焙行业零售规模达到 2317 亿元，成为仅次于美国的烘焙食品大国，而从人均消费量来看，2019 年我国人均烘焙食品消费量仅为 7.4kg，世界平均为 19.6kg，饮食习惯相近的中国香港地区为 17.5kg，日本为 24.5kg，而西方国家如美国人均烘焙食品消费量为 25.1kg，英国为 49.3kg，意大利为 74.8kg，德国为 84.2kg，可以看出国内的烘焙市场仍会有数倍的成长空间，未来在西式饮食习惯渗透和休闲需求持续增长的背景下，烘焙行业有望持续扩容。

图表 10 我国烘焙市场规模（亿元）



资料来源：欧睿国际，华西证券研究所

图表 11 2019 年各国人均烘焙食品消费量（kg）

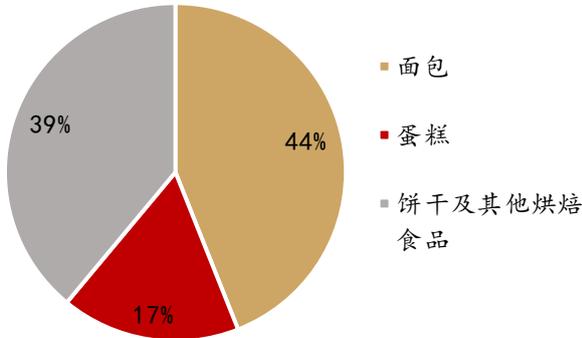


资料来源：食品行业研究中心，华西证券研究所

面包是烘焙食品行业最重要的组成部分，2019 年面包在烘焙食品的产品结构中占比约 44%。2019 年中国面包行业零售规模达到 404.11 亿元，2015 年到 2019 年 CAGR 约为 11%。按照保质期长短，面包行业可以细分为长保、中保和短保。长保面包发展较早，孵化出了许多家喻户晓的品牌，但是由于其口感，新鲜度，健康性等方面相比中短保面包有明显的劣势，长保面包有逐渐被中短保面包所取代的趋势，长保龙头纷纷布局短保市场以寻求新的发展动力。中保面包近年受益于线上电商的繁荣，以三只松鼠、港荣为代表的中保企业利用互联网营销大力发展线上渠道，规模不断扩大，

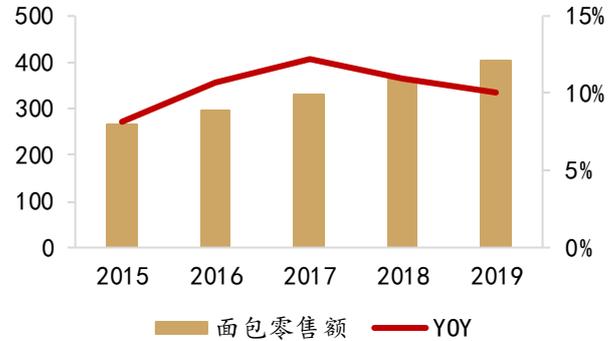
逐渐在休闲零食中占得一席之地。短保面包的主要消费场景是早餐，在生活节奏加快、西式饮食习惯渗透的背景下，短保面包便捷健康的特点符合消费者需求。参考欧睿数据，2019年短保面包市场行业收入约170亿元，2012-2019年的复合增速为18.96%，显著高于面包行业的整体增速。未来短保在万亿早餐市场中的占比有望逐步提升，成长空间广阔。

图表 12 2019 年我国烘焙产业产品结构占比 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图表 13 我国面包市场规模 (亿元)



资料来源：欧睿国际，华西证券研究所

图表 14 面包各细分行业对比

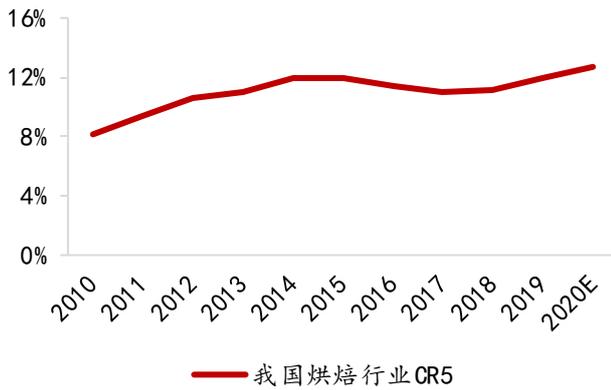
类型	保质期	代表公司	模式	特点
长保	6个月及以上	达利食品，盼盼食品，好丽友	中央工厂+批发	主要是休闲需求，保质期长，容易存储，添加剂多，新鲜度和口感较差，行业进入发展后期，增速放缓。
中保	30-60天	三只松鼠，港荣食品，小白心里软	中央工厂+批发，代工+电商	主要是休闲需求，偶尔充当垫饥食物，行业竞争激烈，受益于线上电商的繁荣，景气度高。
短保	夏 4-7天 冬 7-15天	桃李面包，宾堡	中央工厂+批发	主食需求，作为早餐，新鲜健康、方便快捷，行业发展潜力大，但保质期短的特点导致工厂销售半径短，需要高频配送，对参与者有更高的要求，行业进入壁垒较高。

资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

2.2. 行业集中度不断提升，龙头企业成长空间广阔

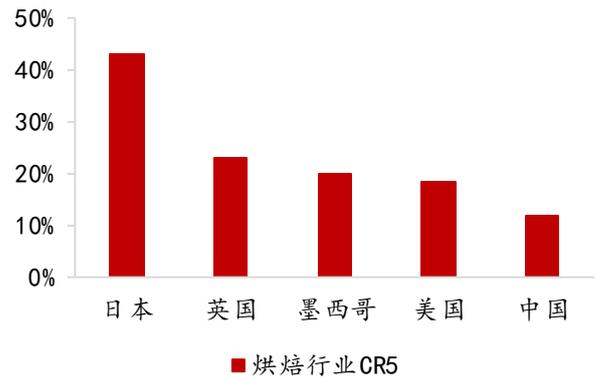
烘焙市场集中度较低，行业龙头未来有望抢占更大市场份额。我国烘焙行业处于竞争初期，品牌集中度较低、但整体呈上升趋势。根据食品行业研究中心数据统计，我国烘焙行业 CR5 由 2010 年的 8.15% 不断提升至 2019 年的 11.89%，品牌集中化趋势明显，但对比海外成熟市场来看，我国 CR5 显著低于日本 (43%)，英国 (23.2%)，墨西哥 (20.1%) 和美国 (18.3%)，行业集中度可提高的空间广阔。同时，我国烘焙龙头企业的市占率也远低于海外，2019 年全球烘焙龙头宾堡在其本土墨西哥的市占率达 18.5%，日本烘焙龙头山崎市占率更是高达 23.7%；而国内烘焙行业的长保龙头达利市占率仅为 3.7%，短保龙头桃李市占率虽持续提升但也仅为 3.3%，和国际龙头相比差距较大。在当前我国消费升级的背景下，消费者的品牌意识日渐强化，烘焙行业集中度未来将具备较大的提升空间，龙头企业也有望进一步提升市占率。

图表 15 我国烘焙市场集中度 (%)



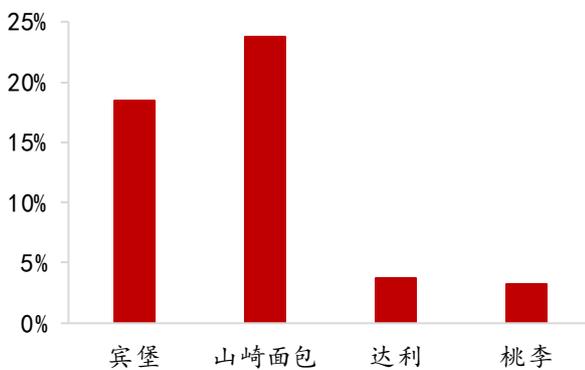
资料来源：食品行业研究中心，华西证券研究所

图表 16 各国烘焙市场 CR5 对比 (%)



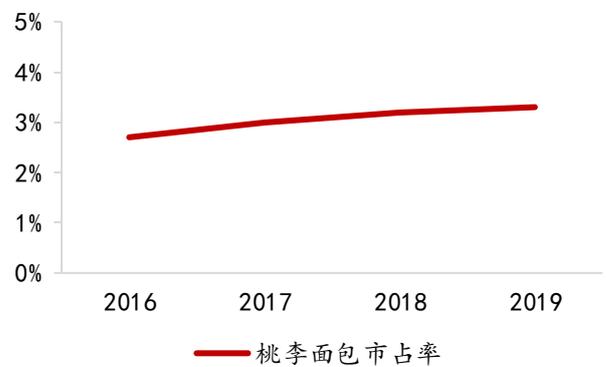
资料来源：欧睿国际，华西证券研究所

图表 17 各国烘焙龙头市占率对比 (%)



资料来源：欧睿国际，华西证券研究所

图表 18 桃李面包市场占有率 (%)



资料来源：欧睿国际，华西证券研究所

我国面包行业竞争格局分散。由于面包行业的进入门槛较低，且产品同质化水平高，近年来各路玩家纷纷入局，竞争企业数量多，除内外资的大型连锁烘焙品牌外，还存在大量中小型烘焙手工作坊，竞争格局十分分散。目前我国面包行业主要竞争者主要分为三类，分别包括以达利、盼盼、好丽友为代表的中长保企业，以桃李、宾堡、曼可顿、美焙辰为代表的短保企业，以及手工类烘焙门店；其中手工门店占据极大市场份额，2019 年市占率达 72.8%，行业绝对龙头还未出现。

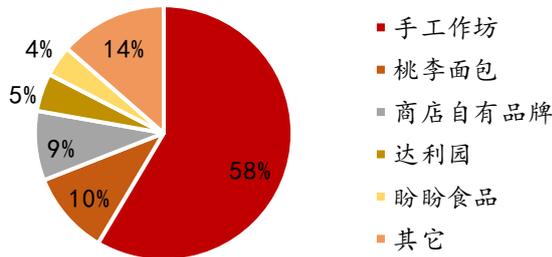
其中桃李为短保面包龙头。在短保面包赛道，随着各品牌纷纷入驻短保领域，市场竞争愈加激烈，但桃李凭借着 20 多年的渠道拓展和短保产品生产运营的经验稳稳占据了最大的市场份额，2018 年其在短保领域的市占率为 29.41%，排名第一。目前桃李的主要竞争对手为外资品牌宾堡、曼可顿和国内品牌美焙辰：**宾堡**是全球最大的食品烘焙企业，虽然其在中国市场的业务并不突出，但 2018 年收购中国曼可顿后宾堡的整体实力大幅扩张，目前处于收购后的重新整合布局阶段，未来在中国市场的影响力将进一步扩大。**美焙辰**为中国老牌烘焙龙头达利集团于 2018 年推出的全新品牌，瞄准短保面包领域，聚焦早餐家庭消费市场，目前处于快速成长与布局阶段，直面桃李面包优势区域。而**桃李**精耕短保面包市场 20 余年，凭借着“高性价比”明星产品塑造了产品知名度和品牌地位，依托着“中央工厂+批发”的经营模式和“直营+经销”的销售模式在全国形成了庞大的销售网络和高效的物流体系。2019 年公司在全国的生产基地数量达 18 个，销售终端达 24 万多个，布局网点密集，辐射范围广阔，目前正由东北向全国其他区域快速扩张。桃李高度下沉的渠道和高效的供应链构筑起了其在短保面包行业的核心壁垒，使其能够在激烈的市场竞争中脱颖而出，稳居短保龙头宝座。

图表 19 短保面包行业宾堡、美焙辰、桃李竞争对比

品牌	进入市场时间	产品系列	渠道供应链	主要市场区域
宾堡 (收购曼可顿)	成立于1945年，2006年进入中国市场，2018年收购中国曼可顿(1995)	“宾堡小熊”IP，产品以切片面包为主，“基础系列”针对中低端市场，“原生系列”针对中高端市场；收购曼可顿后产品层次更加丰富	“中央工厂+批发”模式，整体渠道下沉和产能布局有限	华北、华东地区，主要集中于北上广等一线城市
美焙辰	达利食品集团1989年成立，2018年10月推出短保面包品牌“美焙辰”	汤熟吐司面包、营养吐司面包、软芯面包、营养餐包、起酥面包五大系列，28款产品33种规格；产品系列丰富，以低价营销和明星代言抢占市场	经销商达1000家，覆盖终端约8万多家，渠道迅速扩张	东北、华北、华南
桃李	1997年成立，20多年来深耕短保面包市场	软式面包、起酥面包、调理面包3大系列30余个品种；产品聚焦少而精，主打“高性价比”明星产品	“中央工厂+批发”模式，全国共有18个中央工厂；“直营+经销”的销售模式，全国共有24万多个销售终端，渠道高度下沉	主要销售区域在东北、华东、华北；目前正向华南、西南、西北等市场不断扩张

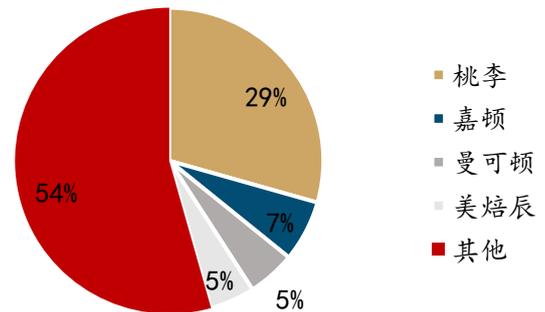
资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图表 20 2019年我国面包行业竞争格局



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图表 21 2018年各短保品牌市场占有率 (%)



资料来源：欧睿国际，华西证券研究所

3. 产品渠道筑优势，“桃李”布局满天下

3.1. 高性价比明星产品塑品牌地位，新产品研发顺应市场需求

公司依托“高性价比”产品构筑品牌象征与核心竞争力。自设立以来桃李精耕短保面包赛道，始终以“为社会提供高性价比的产品，让更多的人爱上面包”为使命，坚持少而精的产品策略，将明星产品大规模生产带来的价格优势作为公司收入增长的驱动器，其中醇熟、天然酵母、奶棒等明星单品销售收入已过亿。此外，与短保面包赛道的主要竞争对手相比，桃李同类产品的价格显著低于外资龙头品牌宾堡和曼可顿，并与奉行低价营销策略而开拓短保市场的美焙辰不相上下。20年来，桃李“高性价比”明星产品成功赢得了消费者的良好口碑，进一步提升了桃李品牌的美誉度和知名度。高于短保同行的性价比也构筑了桃李的核心竞争力，助力公司市占率节节高升并成为国内短保烘焙的龙头企业。

图表 22 桃李面包性价比高于同行

短保面包代表性品牌	产品	净重	单价（元）	每 500g 价格（元）
桃李	醇熟全麦吐司面包	800g	19.9	12.4
	天然酵母面包	600g	29.8	24.8
	奶棒面包	960g	24.9	13.0
宾堡	全麦吐司面包	300g	17.5	29.2
	天然酵母果子面包	80g	5.55	34.7
曼可顿	全麦高纤维面包	250g	15.0	30.0
	奶棒面包	240g	12.9	26.9
美焙辰	全麦吐司面包	400g	15.9	19.9
	天然酵母面包	450g	19.9	22.1

资料来源:天猫官方旗舰店, 华西证券研究所

在原有明星单品的基础上，公司注重新产品研发和推广，不断丰富产品种类以满足市场多样化需求。随着年轻消费群体逐渐成为市场的核心购买力，多元化、时尚化、健康化日趋成为烘焙市场的消费潮流，能否推出满足消费者新需求的创新产品影响着各烘焙品牌的核心竞争力。为了契合不断变化的市场需求以保持竞争优势，公司制定了产品研发和创新计划，定期安排研发人员前往日本、欧洲、美国等成熟市场进行考察，力求掌握烘焙领域的最新技术；同时公司也持续加大研发费用投入，2019年研发费用达 884.28 万元，同比增长 56.49%。在稳扎稳打做好明星产品的同时，公司不断加快新产品的研发速度、丰富面包产品种类，近几年推出了蛋黄酥糕点、原浆南瓜纤维面包、巧乐角面包等符合当前消费习惯和口味的新产品，成功赢得了年轻消费者的青睐；2020H1 公司更加快了产品上新速度，仅半年便推出 5 款新品，力求打破面包产品同质化，实现品类迅速扩张。

图表 23 公司近年研发费用 (万元)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图表 24 桃李面包品类多元化, 迎合消费潮流

年份	新产品
2015	鸡蛋肉松面包、天然酵母面包、牛油排包面包、蒸蛋糕等
2016	焙软吐司面包
2017	蔓越莓核桃面包、潘纳托尼面包
2018	豆小方起酥面包、紫米糯面包、爱豆的面包、脏脏包、香松小贝等
2019	巧乐角面包、小天使面包、蛋黄酥糕点、小偃面包等
2020H1	华夫糕点、口袋三明治面包、乳酪芝士风味蛋糕、香松蛋糕、俄式列巴面包

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

3.2. “中央工厂+批发”模式降本增效, 销售渠道网络高效运转

由于短保产品的保质期较短, 企业在保证产品新鲜度的同时需要控制物流配送效率, 尽可能降低退货率、提高渠道周转率, 因此供应链成为了短保烘焙行业的重要壁垒。而桃李正是凭借着“中央工厂+批发”模式和高效的渠道管理能力构筑了其在短保面包行业的护城河。

“中央工厂+批发”模式助力桃李产品辐射全国。我国面包糕点行业的生产经营模式主要分为两种:“中央工厂+批发”模式和连锁店模式。在“中央工厂+批发”模式下, 企业以中央工厂为圆心向外辐射, 标准化大规模生产有利于企业降低生产成本, 但企业须具备一定的销售终端的控制能力; 在连锁店模式下, 烘焙食品的新鲜度高, 且店内的装潢陈设及可视化操作能够给消费者带来体验空间, 容易赢得中高端年轻消费群体的喜爱, 但相应的门店成本较高, 难以大规模扩张。

面对两种模式, 桃李选择了前者。由于桃李的短保面包产品保质期通常在 3-6 天左右, 销售半径较小, 辐射范围一般在 200-300 公里, 仅能覆盖工厂本地及周边的城市和地区。考虑到行业特性和现有物流条件, 公司采用“中央工厂+批发”模式进行烘焙产品的生产和销售。截止 2019 年公司已在 18 个区域建立了中央工厂, 并以此为圆心向周边区域进行销售, 覆盖东北、华北、华东等七大区域, 辐射范围广阔, 很好的提高了公司产品在全国市场的渗透率, “中央工厂+批发”模式的区域可复制性也与公司全国化扩张战略相契合。此外该模式下公司的规模效应显著, 较低的生产成本也成为公司持续为消费者提供“高性价比”产品的基石。

图表 25 两种短保经营模式对比

经营模式	模式特征	优势	劣势	代表品牌
中央工厂+批发	在不同销售区域建立中央工厂, 通过现代机器设备进行标准化大规模生产; 再以中央工厂为基点向外辐射, 利用集中物流配送至商超、经销商等零售终端	自动化程度高, 生产效率高、生产成本低, 规模效益显著, 净利率高于连锁店模式; 渠道下沉和市场扩张能力强	对销售终端的控制能力要求高, 需同大型商超建立长期良好的关系、培养一支稳定可靠的经销商队伍	桃李 宾堡 曼可顿 美焙辰
连锁店	在人口密集的商业区、居民区设立烘焙连锁店, 利用城区周边的工厂制作烘焙半成品或成品, 再通过专门物流运送至市区门店进行现场再加工和销售。	产品的品质好、新鲜度高; 门店装潢陈设和可视化专业操作给消费者带来体验空间	租赁成本、管理费用、营销支出高; 难以实现规模扩张	85° C 面包新语 克里斯汀 巴黎贝甜

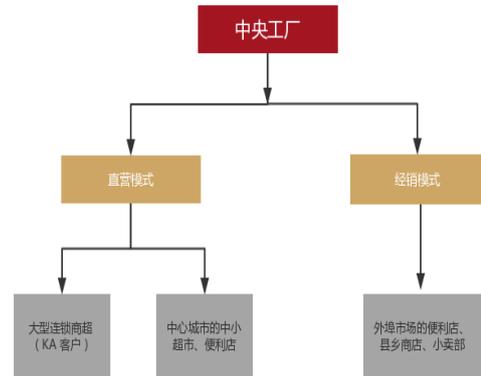
资料来源:招股书, 华西证券研究所

图表 26 桃李中央工厂布局



资料来源：公司公告，招股书，华西证券研究所

图表 27 中央工厂业务流程



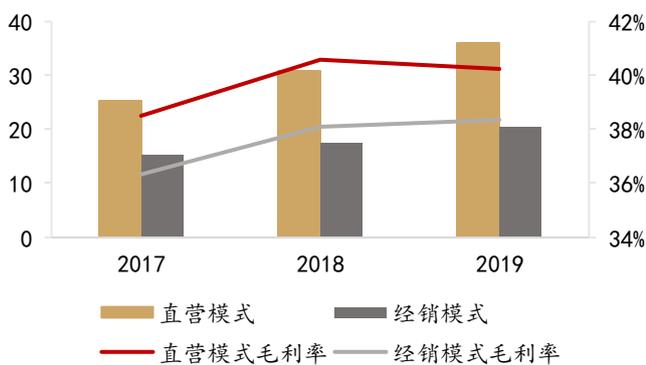
资料来源：招股书，华西证券研究所

直营+经销的销售模式形成了公司庞大高效的终端网络，推动渠道迅速下沉。目前公司采取直营和经销相结合的销售方式来开拓市场，全国的零售终端达 26 万个以上。

在直营模式下，公司直接与大型连锁商超（KA 客户）以及中心城市的中小超市、便利店等终端签署销售协议，加强对销售终端的控制能力。公司与永辉超市、华润万家、沃尔玛等国内外大型连锁商超已经形成了长期稳定的战略合作伙伴关系，同家乐福、乐购超市等合作年限已达 20 年，积累了丰富的经验，销售费用较低，产品陈列规模大，订单信息反馈及时。

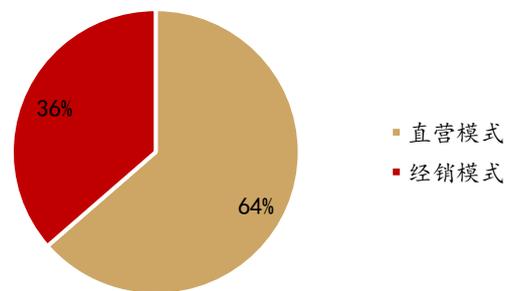
在经销模式下，公司规定经销商在指定销售区域内只能销售桃李面包产品而不得销售竞品，排他性强，较好地提升了经销商的忠诚度和粘性。由于经销模式只针对外埠市场，公司经销商的数量较少且容易管理控制，截止 2020H1 公司在全国各区域共有经销商 719 位。总体上看，公司销售渠道以直营为主经销为辅，2019 年直营渠道销售收入占比为 63.56%，毛利率达 40.27%；经销渠道销售收入占比为 36.44%，毛利率为 38.36%。通过不断深耕渠道、强化终端，公司持续推动渠道下沉，在全国范围内形成了高效运行的销售网络。

图表 28 公司直营与经销模式的销售收入（亿元）



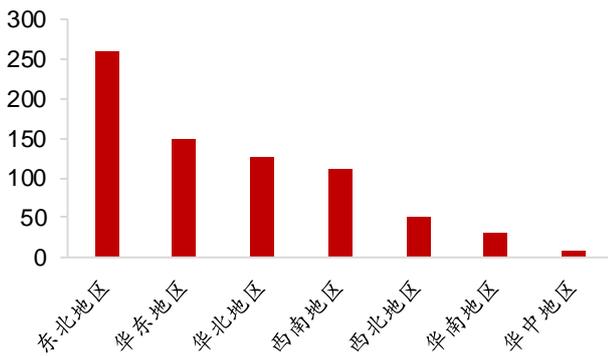
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 29 2019 年公司直营与经销销售占比 (%)



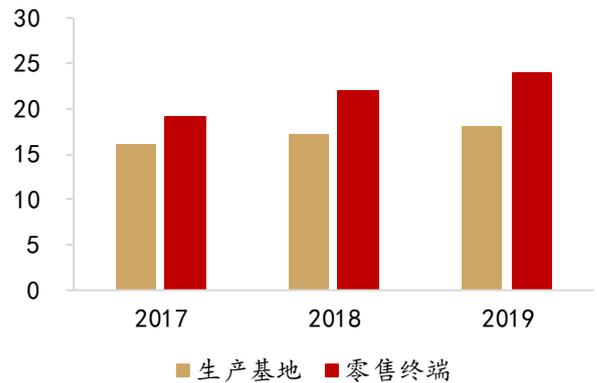
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 30 公司分区域经销商数量 (个)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所 注: 截止 2020Q3 末

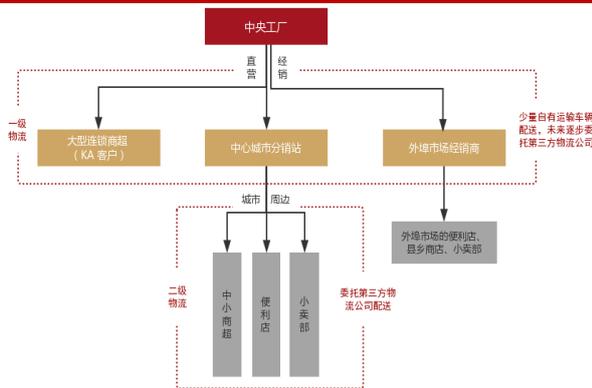
图表 31 生产基地 (个) 与零售终端 (万个) 数量



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

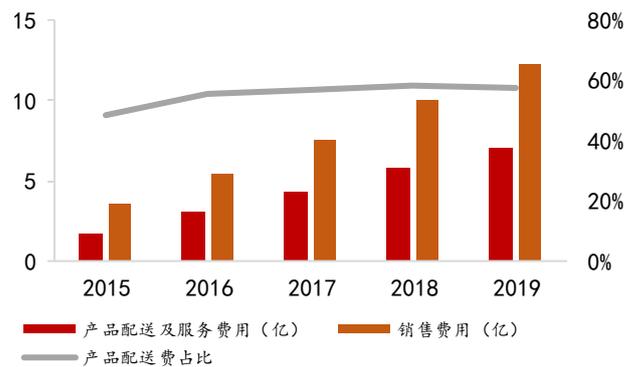
较高的产品配送费用保障物流供应高效运转。强大的物流体系是短保烘焙行业的重要战略部署, 公司秉承“新鲜送达”的服务理念, 在物流配送上进行高投入以提高日配率、保障中央工厂和各销售终端之间高频配送。2019 年公司产品配送服务费用为 7.09 亿元, 占销售费用比重高达 57.71%。此外, 公司采用一级物流二级物流相结合的配送方式, 以委托专业化第三方物流公司为主, 自身组建运输车队为辅, 通过集中物流将产品从工厂配送至各个零售终端, 辐射当地及周边的 KA 门店及中小商店, 以减少运输管理成本、提高配送效率。

图表 32 公司物流配送模式



资料来源: 招股书, 华西证券研究所

图表 33 产品配送服务费用与销售费用 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

“以产定销”的生产策略使公司的退货率稳定在较低水平。依托多年的渠道管理经验, 公司的中央工厂与各销售终端形成了长期紧密的网络关系, 终端根据市场需求及时反馈订单量和退货量, 公司再基于各终端的需求灵活地组织中央工厂进行统一生产, 控制退货率。公司坚持“以产定销”的策略, 每天安排两班人员生产, 产销率保持在较高水平, 2019 年面包产销率为 99.95%。此外, 公司注重退货管理, 若公司当天生产出的产品出现大量滞销, 第二天会立即调整生产计划。20 多年的生产经营经验使得公司能较准确地预测需求, 产品滞销情况少, 退货率维持在 7% 左右, 低于美焙辰 12% 的水平; 存货周转率行业领先, 2019 年达 28.35%, 远高于烘焙行业龙头达利 10.11% 的存货周转率。

图表 34 桃李面包退货率 (%)



资料来源：招股书，华西证券研究所

图表 35 桃李和达利的存货周转率对比 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

3.3. 新产能逐步放量，全国化布局加速扩张

募投项目逐渐完工，新增产能稳定释放。短保面包由于保质期短的特点，需要高频配送以保障产品的新鲜度，所以工厂销售半径较小，公司在全国化扩张的同时需要不断新建工厂，扩张产能以支撑区域发展。公司上市以来总共进行了三次募资，共募集资金 22.7 亿元，用于建设沈阳、石家庄等 12 处面包生产基地。截至 2019 年底，哈尔滨，天津，石家庄，武汉，重庆等项目陆续投产，公司已在全国 18 个区域建立了生产基地，产能达到 34 万吨。2020 年武汉，山东，江苏等项目陆续投产，预计 2020 年新增产能 6.87 万吨，总产能超过 40 万吨。四川、沈阳、浙江、青岛等在建项目也会在 2021 年陆续完工。产能稳定释放为公司全国化布局的推进提供了坚实的支撑。

图表 36 公司拟投产项目

项目名称	规划产能 (万吨)	资金来源	拟投入募集资金 (万元)	已经投入募集资金 (截至 2020 年 6 月) (万元)	投产情况
山东桃李面包有限公司烘焙食品生产项目	2.12	2017 年非公开发行	25555.44	17610.00	2020 年 2 月 (已投产)
武汉桃李烘焙食品生产项目	2.55	2017 年非公开发行	35500.00	20893.19	2020 年 6 月 (已于 2019 年 11 月完成一期项目投产)
江苏桃李面包有限公司一期投资项目	2.2	2019 年可转债	25161.00	20447.67	2020 年 8 月
沈阳面包系列产品生产基地建设项目	6.0	2015 年 IPO	24259.08	14745.00	2021 年 6 月
浙江桃李面包有限公司生产基地建设项目	4.28	2019 年可转债	28000.00	5167.91	2021 年 9 月
四川桃李面包有限公司烘焙食品生产项目	2.5	2019 年可转债	23000.00	3479.00	2021 年 12 月
青岛桃李食品烘焙食品生产基地项目	2.96	2019 年可转债	22000.00	2584.53	2022 年 6 月

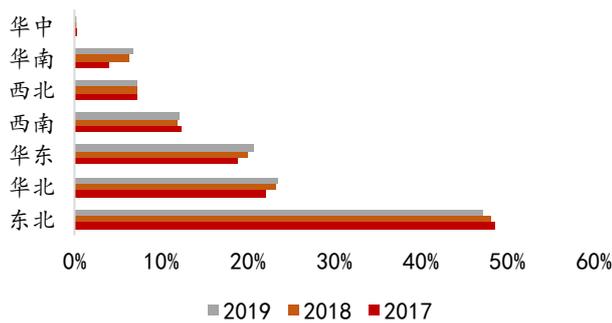
资料来源：WIND，华西证券研究所

大本营市场稳健增长，多区域扩张快速成长：分区域来看，东北是公司大本营市场，维持稳健增长，但随着公司全国化布局，占比降至 47%；华北是公司第二大市场，桃李在竞争中站稳脚跟，成为行业领导者，未来仍有市占率提升的空间；华东是公司重点开拓的成长中市场，随着泰安和嘉兴工厂投产，预计将较快实现盈利；西南市场公司进入较早，整体发展稳健，盈利能力领先，新的四川工厂投产为市场扩张提

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

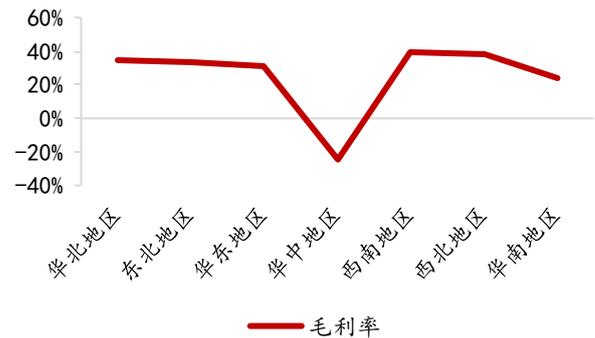
供助力；西北是公司成长中的市场，盈利能力相对稳定，覆盖区域有望持续增加；华南市场虽然公司进入较晚，但受益于公司前期经验的顺利复制，我们认为市场开拓已进入中后期，预计将维持高速增长，近两年实现利润扭亏；华中市场的开拓以 19 年武汉工厂一期正式投产为标志，市场规模正在快速增长。以城镇人均消费额粗略计算，公司仅在东北和华北地区人均年度消费额超 10 元，华中、华南和华东等地人均消费额明显偏低，参考公司发展成熟市场的经验，我们预计成长中的市场人均消费额仍有较大提升空间。公司分区域、分阶段布局合理，兼具成熟、成长和起步期多个阶段，目前正处全国化的重要发展周期，随着全国市场持续布局，桃李将加速成为真正意义上全国化的短保龙头企业。

图表 37 公司各区域收入占比 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图表 38 分地区毛利率对比



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图表 39 公司 2019 年各区域营收以及人均消费额

区域	营业收入 (亿元)	营收占比 (%)	城镇人口数 (万人)	人均消费额 (元/年)
东北地区	26.64	47.20	6792	39.22
华北地区	13.26	23.50	11185	11.85
华东地区	11.67	20.67	26497	4.40
西南地区	6.81	12.07	10521	6.47
西北地区	4.16	7.37	5503	7.56
华中地区	1.19	0.21	12400	0.09
华南地区	3.82	6.78	11168	3.42

资料来源: 公司公告, 国家统计局, 华西证券研究所

东北: 大本营市场, 深耕县乡市场寻找增长动能。东北是公司的大本营市场, 自公司 1995 年在丹东建成第一间工厂开始, 公司已经在东北市场发展 25 年, 成为东北代表性的公司和品牌。公司目前在东北丹东、大连、哈尔滨、锦州、沈阳和长春 6 地建有工厂, 总产能超过 11 万吨; 同时公司仍在扩建沈阳工厂, 预计 2021 年下半年投产, 届时东北地区产能将增加 1.5 万吨, 持续支持公司在东北市场增长。

收入稳健增长, 盈利能力优异:公司凭借在东北地区多年运营和不断的区域扩张, 2015-2019 年年化增速达到 22.7%, 实现规模翻番, 同时东北地区毛利率保持稳中略升。公司在东北地区因厂区众多和知名度高, 期间费用仅 15%左右, 投入较低的

促销和运输费用便可实现产品销售。综合来看，东北是公司盈利的标杆地区，2019年实现营业收入 26.64 亿元，营业利润 11.8 亿元，营业利润率达到 44.3%，贡献了公司近半的收入和大部分的利润。

区域下沉仍在推进，新增产能支持成长：公司在东北地区深耕多年，在核心区域已经培育了一批成熟的消费者，并且搭建了一套完整高效可复制的生产配送体系。公司在东北的成熟区域主要以工厂附近的主城区为主，近几年渠道下沉贡献了较多的增量。公司在辽宁已下沉至县镇市场，黑龙江和吉林下沉至县级市场，其他下沉市场仍有开发的潜力。同时通过沈阳工厂新增产能也将有效支持东北地区规模持续扩张。综合来看，我们认为东北地区仍将发挥标杆市场效应，维持成熟高效的运作；并且通过持续推动渠道下沉实现规模扩张，预计未来 2-3 年将维持 10% 左右的年化增长。

图表 40 东北地区营收及其增速（亿元）



资料来源：招股书，华西证券研究所

图表 41 东北地区毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

华北：成熟市场，桃李在竞争中成长。不同于桃李在东北的一枝独秀，华北地区短保竞争者众多，既有当地的义利等品牌，又有国际国内知名品牌宾堡、达利等，同时又有味多美、好利来等烘焙连锁竞争，在激烈的竞争中桃李不断实现规模扩张，并逐渐站稳脚跟，成为行业领导者。

五大工厂支持发展，规模快速扩张：公司自 1998 年北京工厂建成投产后开始在华北地区拓展，目前已在北京、包头、石家庄、内蒙古和天津五地建有工厂，其中天津工厂 2018 年投产，有效补充华北地区产能缺口。2019 年华北地区收入规模已达 13.26 亿元，近五年年化增速超过 25%，公司不断在华北地区强化竞争力，加速规模扩张。公司在华北的工厂除新达产的天津工厂外，其余 4 个工厂均实现盈利，其中北京、内蒙古和石家庄工厂盈利能力稳中有升。19 年公司华北地区营业收入 13.26 亿元，营业利润达到 1.75 亿元，对应的营业利润率 13.2%，因竞争的原因费用投放较东北地区更高，但依旧是公司核心的利润池。

加速空白市场开拓，提升市场份额：公司在华北地区的天津新厂将助力公司覆盖河北北部和天津周边地区，实现空白市场开拓，覆盖华北地区更多的终端渠道和消费者。公司在北京、石家庄等成熟地区运作经验丰富，近几年逐渐体现出领先优势，市场份额仍在不断提升；同时公司也开始在华北地区推动渠道下沉，扩张短保客群。我们认为公司在华北地区仍然具备强劲的增长势头，预计未来 2-3 年仍将维持 15% 以上的年化增长。

图表 42 华北地区营收及其增速（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图表 43 华北地区毛利率



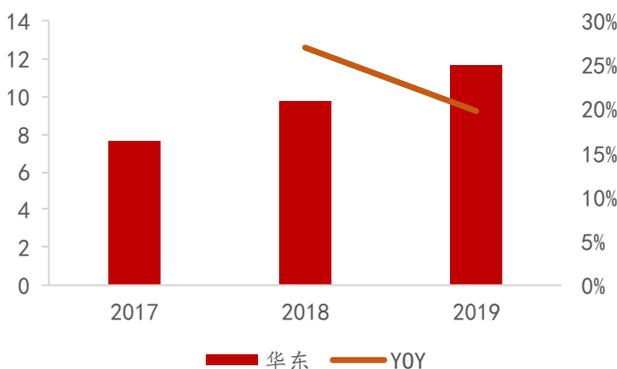
资料来源：WIND，华西证券研究所

华东：成长市场，重点扩张区域。华东消费者是国内烘焙和短保类产品消费习惯最为成熟的区域，已完成了初步的消费者教育。华东也是公司近几年重点开拓市场，目前已有济南、青岛和上海三大工厂，刚刚投产泰安工厂，预计嘉兴的工厂将在2021年投产。

收入稳步增长，利润区域分化：公司在华东市场随着产能逐步投产释放和公司加速拓展，收入稳健增长，近五年年化增速在20%以上。公司华东利润端因各工厂投产时间不一和区域竞争差异化，净利润水平区域分化明显。山东地区，因济南和青岛两个工厂投产较早，并且当地竞争对手较小，因此净利润过千万，盈利能力稳健。上海地区虽然工厂建设较早，但因消费者可选择产品和品牌较多，竞争加大，因此盈利能力波动较大，近两年上海工厂出现亏损。江苏、浙江和江西等地附近没有工厂，产品供应需跨省运输，因此桃李规模均不大，盈利小幅亏损。因此公司华东地区整体小幅亏损，2019年营业利润率为-0.2%。

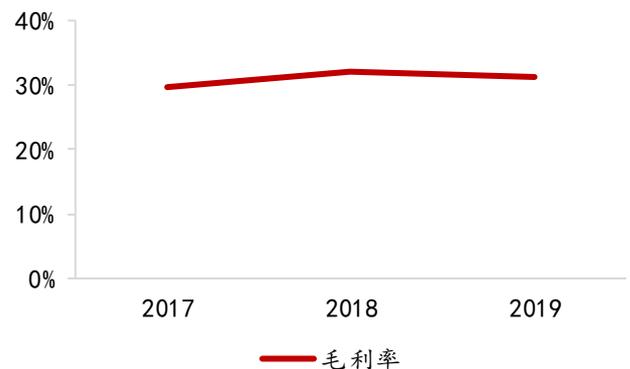
市场广阔，产能布局提升盈利能力：虽然华东地区烘焙食品竞争激烈，但消费者对于短保产品接受度高，前期市场教育难度较小。我们认为随着泰安和嘉兴的工厂投产，整个华东的供应将逐步理顺，提高配送销量、降低物流成本，盈利能力也将逐步改善，预计华东地区未来2-3年收入年化增长15%以上，较快实现盈利。

图表 44 华东地区营收及其增速（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图表 45 华东地区毛利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

西南：稳步发展，盈利稳健。公司进入西南市场较早，1997年成都工厂投产后在西南地区规模不断扩张；17年重庆工厂投产后加大了对重庆地区的覆盖，21年成都新厂将覆盖云南、贵州等地区，西南地区整体发展较为稳健。

收入稳健增长，盈利水平领先：公司在西南地区依托成都和重庆工厂以及多年的渠道耕耘，近5年收入年化增长超过15%。因桃李进入市场较早、竞争对手少，公

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

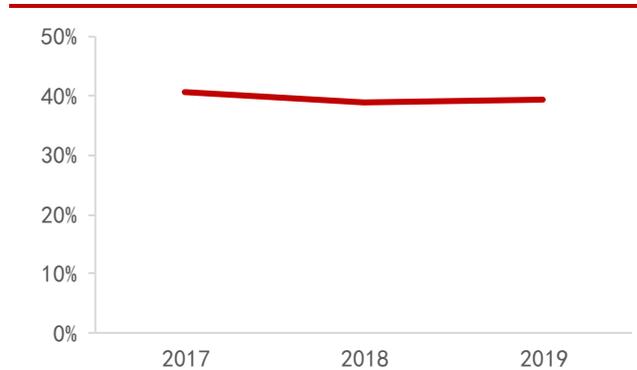
司成都厂净利润超过 1 亿元，整个西南地区净利润达到 1.45 亿元，营业利润率达到 21.3%，整体经营较为成熟，盈利能力领先。后续随着重庆工厂生产效率和产能利用率的进一步提升，其收入和利润规模有望继续提升；四川工厂的投产也将加速西南地区的区域覆盖和规模扩张。

图表 46 西南地区营收及其增速（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

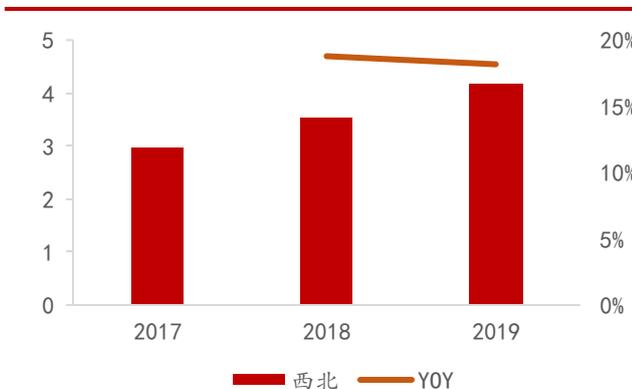
图表 47 西南地区毛利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

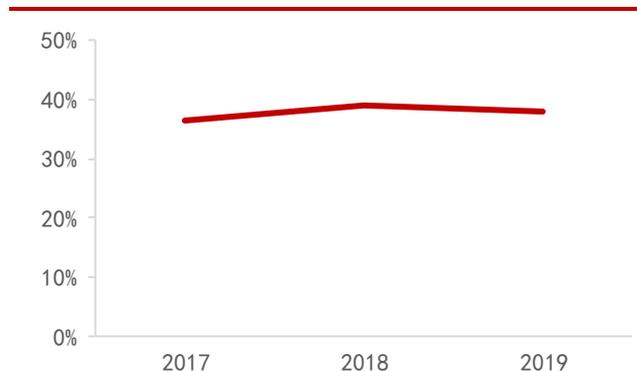
西北：成长区域，覆盖更多省份。公司在西北地区主要由西安工厂生产供应，19 年西北地区收入达到 4.16 亿元，近 5 年年化增长超过 20%。公司 2017 年成立银川桃李、2019 年成立新疆桃李后，加速西安工厂周边省份拓展。西安工厂运作也相对成熟，净利润逐年提升，带动西北区域整体经营水平领先，2019 年营业利润率达到 16%，盈利能力相对稳定。受益于覆盖区域的增加，预计西北地区近三年仍能维持 15% 以上的年化增长。

图表 48 西北地区营收及其增速（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图表 49 西北地区毛利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

华南：规模快速扩张，盈利短期承压。公司进军华南市场较晚，16 年东莞工厂投产后开始大力布局华南市场，仅 4 年时间，公司在华南地区收入规模达到 3.8 亿元，规模快速扩张；但盈利能力仍然较弱，东莞厂 19 年亏损接近 400 万元，华南整体亏损接近 2000 万元，利润波动依旧较大。

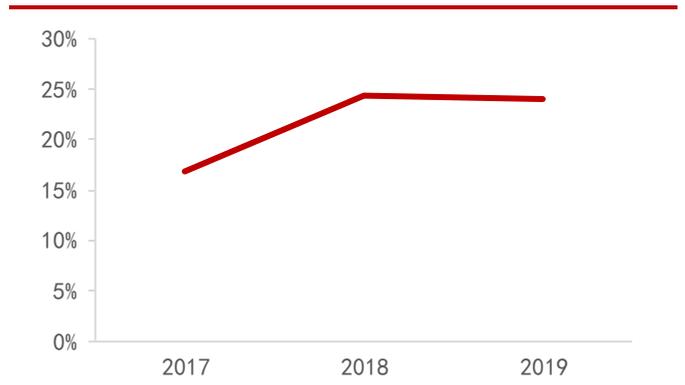
规模扩张助力盈利改善：公司东莞工厂建成后，先后在福州、南宁、海口、厦门、深圳和泉州等地设立销售子公司，加快在华南各个重点省市的布局。华南地区同样属于消费者对短保产品认可度高的区域，但由于发展时间较短以及竞争激烈，盈利水平较弱。我们认为，公司华南生产开拓已进入中后期，随着公司优化产品结构和配送线路，预计华南地区收入规模将随着覆盖预期的增加继续维持年化 25% 以上高速增长，盈利能力有望提升，预计近 1-2 年之内将扭亏为盈。

图表 50 华南地区营收及其增速 (亿元)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

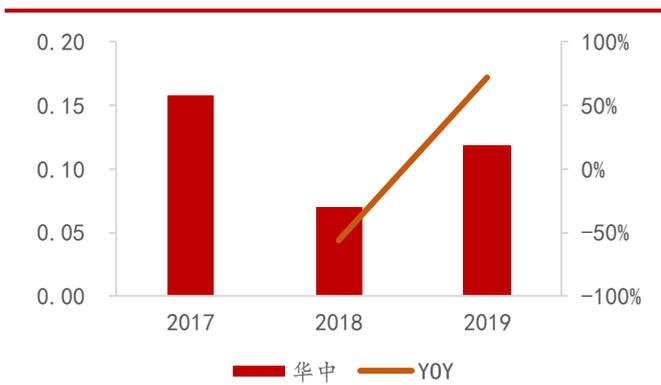
图表 51 华南地区毛利率



资料来源: WIND, 华西证券研究所

华中地区: 新市场, 新机遇。公司位于武汉的工厂一期 2019 年 11 月正式投产, 标志着正式加速在华中市场的开拓布局, 收入有望快速增长, 预计 2-3 年内实现盈利。公司借鉴在其他区域市场开拓的经验, 加速华中市场步入成熟期的周期。

图表 52 华中地区营收及其增速 (亿元)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图表 53 华中地区毛利率



资料来源: WIND, 华西证券研究所

4. 盈利预测

由于疫情的影响使得主食性面包的需求大量增加, 公司的产品受到青睐, 促销费用投放有所下降, 再加上社保减免政策的影响, 公司的总体成本费用有所下降, 净利率有所提升, 盈利能力增强。但是核心市场如东北, 华北等地区的正常销售均受到了不同程度影响, 所以总体营收增速会有所放缓。

我们预计 2020 年-2022 年公司营收分别为 59.63/71.39/84.66 亿元, 同比增长 +5.7%/+19.7%/+18.6%。实现归母净利润分别为 8.85/10.07/12.46 亿元, 同比增长 +29.5%/+13.8%/+23.7%, EPS 分别为 1.30、1.48、1.83 元/股, 对应 PE 为 47/41/33 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 54 公司盈利预测 (百万元)

区域		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
东北	营业收入	2332.70	2664.07	2743.99	3128.15	3597.37
	YOY	17.6%	14.2%	3.0%	14.0%	15.0%
华北	营业收入	1124.49	1326.03	1383.54	1687.92	1991.74
	YOY	25.0%	17.9%	4.3%	22.0%	18.0%
华东	营业收入	974.23	1166.63	1248.29	1547.88	1888.42
	YOY	26.9%	19.8%	7.0%	24.0%	22.0%
西南	营业收入	578.29	681.33	722.21	866.65	1036.91
	YOY	13.5%	17.8%	6.0%	20.0%	19.6%
西北	营业收入	352.18	416.17	436.98	532.18	627.97
	YOY	18.8%	18.2%	5.0%	21.8%	18.0%
华南	营业收入	309.47	382.39	420.63	546.82	683.52
	YOY	87.7%	23.6%	10.0%	30.0%	25.0%
华中	营业收入	6.94	11.92	59.60	89.40	134.10
	YOY	-56.2%	71.8%	400.0%	50.0%	50.0%
合计	营业收入	4833.23	5643.71	5962.96	7139.15	8466.04
	YOY	17.6%	14.2%	5.7%	19.7%	18.6%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 55 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
		TTM	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
桃李面包	414	48	47	41	33	1.30	1.48	1.83
元祖股份	39	15	14	13	12	1.12	1.25	1.40
绝味食品	548	77	69	52	44	1.31	1.73	2.06
广州酒家	158	38	37	28	24	1.06	1.38	1.64
盐津铺子	130	57	53	37	27	1.90	2.73	3.66

资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 风险提示

疫情影响超预期：新型冠状病毒的爆发对烘焙产品销售造成冲击，若疫情不能得到有效控制或者出现反弹情况，将对行业和公司造成不利影响。

原材料价格上涨：公司营业成本中 8 成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。公司原材料自行采购，价格波动难免会对成本端产生影响，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。

行业竞争加剧的风险：公司属于短保行业龙头企业，在行业中具备竞争优势，但短保行业竞争仍然十分激烈，未来仍有其他企业加大投放，加剧行业竞争的风险。

食品安全的风险：短保烘焙企业作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险；另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,644	5,963	7,139	8,466	净利润	683	885	1,007	1,246
YoY (%)	16.8%	5.7%	19.7%	18.6%	折旧和摊销	163	110	113	120
营业成本	3,410	3,479	4,231	4,982	营运资金变动	66	356	-60	-74
营业税金及附加	62	60	71	85	经营活动现金流	888	1,347	1,032	1,281
销售费用	1,228	1,253	1,535	1,778	资本开支	-892	-416	-455	-483
管理费用	102	89	107	127	投资	-820	-400	-300	-250
财务费用	3	8	10	4	投资活动现金流	-1,690	-797	-702	-697
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	984	0	0	0
投资收益	24	24	57	41	债务募资	40	0	0	0
营业利润	863	1,123	1,281	1,589	筹资活动现金流	456	-34	-34	-34
营业外收支	11	14	10	8	现金净流量	-347	517	296	550
利润总额	874	1,136	1,291	1,597					
所得税	190	251	284	351	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	683	885	1,007	1,246	成长能力				
归属于母公司净利润	683	885	1,007	1,246	营业收入增长率	16.8%	5.7%	19.7%	18.6%
YoY (%)	6.4%	29.5%	13.8%	23.7%	净利润增长率	6.4%	29.5%	13.8%	23.7%
每股收益	1.00	1.30	1.48	1.83	盈利能力				
					毛利率	39.6%	41.7%	40.7%	41.2%
					净利率	12.1%	14.8%	14.1%	14.7%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	13.2%	14.6%	14.0%	14.5%
货币资金	1,078	1,594	1,891	2,441	净资产收益率 ROE	18.3%	19.1%	17.9%	18.1%
预付款项	23	28	32	38	偿债能力				
存货	131	133	161	190	流动比率	4.37	5.06	4.93	5.18
其他流动资产	1,390	1,216	1,478	1,748	速动比率	4.12	4.78	4.67	4.91
流动资产合计	2,622	2,971	3,561	4,416	现金比率	1.80	2.71	2.62	2.86
长期股权投资	0	200	400	550	资产负债率	27.8%	23.6%	21.7%	19.8%
固定资产	1,545	1,732	1,941	2,162	经营效率				
无形资产	344	403	462	522	总资产周转率	1.09	0.98	0.99	0.99
非流动资产合计	2,564	3,088	3,639	4,161	每股指标 (元)				
资产合计	5,186	6,059	7,201	8,577	每股收益	1.00	1.30	1.48	1.83
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.50	6.80	8.29	10.12
应付账款及票据	414	393	488	576	每股经营现金流	1.31	1.98	1.52	1.88
其他流动负债	185	194	234	277	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	599	588	722	853	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	60.56	46.77	41.09	33.22
其他长期负债	844	844	844	844	PB	7.71	8.69	7.13	5.84
非流动负债合计	844	844	844	844					
负债合计	1,443	1,431	1,565	1,696					
股本	659	659	659	659					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,743	4,628	5,635	6,881					
负债和股东权益合计	5,186	6,059	7,201	8,577					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：华西证券食品饮料高级分析师，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。