

# 桃李面包 (603866)

证券研究报告

2020年02月24日

## 以邻为镜，看桃李面包发展空间的节节高

我们以日本面包行业及其龙头山崎面包的发展为参照，深刻分析了面包行业不同发展时期的特征及驱动因素，山崎面包顺应行业趋势所做的正确决定，在行业快速扩张的黄金期，山崎能在不断扩充销售范围和深度的同时保障产品配送频率，拥有强大的物流体系，最终成为其拓品类及全球发展的制胜关键，以邻为镜，能以更加长远的视角分析，桃李目前仍然处于快速扩张的发展阶段，空间广阔。

### 中国台湾模式和日本模式在中国可以彼此兼容，日本模式有助于理解桃李的核心价值

从1543年面包由葡萄牙人传入日本，到二战后由于美国的面粉援助而使面包成为重要主食，日本面包行业经历了发展初期（16世纪中期-1950s）、发展黄金期（1960s-1980s）、发展平稳期（1980s至今），如今日本已经发展成为世界重要的面包制作地，同时也是亚洲最为成熟的烘焙市场。日本模式的梳理对于桃李的研究具备参考价值。

### 日本面包行业最终沉淀出绝对龙头

2019年山崎面包在日本面包行业市场占率达到23.7%，位列行业第一。山崎从构筑区域大本营到布局全国工厂，再到海外扩张、全球化布局历经三个阶段，同时其发展侧重点也从物流、渠道建设，产品拓品类，逐渐转向品牌建设和渠道深耕，并从“中央工厂+批发”模式转变为“中央工厂+渠道”模式。其成功的关键点在于，在扩张期能在不断扩充销售范围和深度的同时保障产品配送频率，拥有强大的物流体系，奠定基础，在成熟期发展品牌、拓展其他领域业务、从产品转向服务。

### 桃李面包当前仍处快速发展的早期阶段，中国市场数倍于日本

经过对比研究发现，桃李面包无论从产品结构还是终端渠道布局的特征上看，和山崎面包的早期发展颇有几分相似之处，桃李面包目前处于产品品类和渠道快速增长的初期阶段，产品结构在不断丰富，渠道逐步发力全国化，重道远但同样空间广阔。在短保面包这个领域，桃李紧抓物流体系，不断扩充销售范围和深度的同时保障产品配送频率，是未来支撑其稳步扩张的中坚力量。

**盈利预测：**公司2020年员工持股计划已顺利完成，原董事长吴志刚在股价低点减持总股本的2%支持持股计划顺利完成，公司的管理层颇有远见，致力于实现“桃李满天下”的发展目标，为公司长远发展赋能。预计19-21年公司营收56.44、67.40、81.59亿元，同比增速16.77%/19.43%/21.05%，净利润6.83、8.63、10.09亿元，同比增速6.37%/26.28%/17.01%，每股收益1.04、1.31、1.53元。给予2020年40估值，对应目标价52.4元，较2020年2月21日收盘价上涨空间28%，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**市场拓展、产能投放不及预期，成本大幅上升风险，行业竞争恶化，食品安全问题等等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,079.71	4,833.23	5,643.70	6,740.18	8,159.04
增长率(%)	23.42	18.47	16.77	19.43	21.05
EBITDA(百万元)	746.68	912.80	881.66	1,156.92	1,346.86
净利润(百万元)	513.28	642.15	683.05	862.57	1,009.26
增长率(%)	17.85	25.11	6.37	26.28	17.01
EPS(元/股)	0.78	0.97	1.04	1.31	1.53
市盈率(P/E)	52.49	41.96	39.44	31.23	26.69
市净率(P/B)	8.54	7.87	6.93	6.48	6.00
市销率(P/S)	6.60	5.57	4.77	4.00	3.30
EV/EBITDA	22.53	21.53	28.29	21.36	18.13

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	42.9元
目标价格	52.4元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	658.88
流通A股股本(百万股)	658.30
A股总市值(百万元)	28,265.80
流通A股市值(百万元)	28,241.03
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	28.70
一年内最高/最低(元)	59.29/34.50

### 作者

刘畅 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 饮食结构和经济结构角度上看，日本面包市场对国内发展路径有所启示.....	5
1.1. 发展初期（16世纪中期-上世纪50年代）：日本对面包的接受过程较为漫长.....	5
1.2. 发展黄金期（上世纪60年代-80年代）：面包主食化，公司本土化，面包行业繁荣发展.....	6
1.3. 发展平稳期（80年代以后）：日本市场量缓价增，龙头企业进军海外.....	7
1.4. 日本当前面包行业龙头优势凸现，行业集中度较高.....	7
2. 山崎面包勾画了短保面包行业发展轨迹，成就日本面包行业绝对龙头.....	8
2.1. 借行业东风实现从区域到全国再到全球的成长之路.....	8
2.1.1. 1950-1970年：筑造关东大本营并持续巩固.....	9
2.1.2. 1970-1980年：异地扩张，布局全国.....	9
2.1.3. 1980-2000年：海外收购建厂，推进全球化布局；国内查漏补缺，优化布局.....	9
2.1.4. 2000年至今：国内外布局加速，并购扩展新品类.....	10
2.2. 产品突破、渠道深耕成就龙头地位.....	11
2.2.1. 扩张时期产品渠道并行，成熟期逐步投入品牌建设.....	12
2.2.2. 山崎面包扩张道路上的核心力量——物流体系.....	15
2.2.3. 山崎面包未来发展的着力点——从做产品切向做服务.....	15
3. 桃李面包仍处于快速发展的早期阶段.....	17
3.1. 中国烘焙市场正处于量价齐升阶段，黄金发展期初期.....	17
3.1.1. 中国烘焙市场的现状：量价齐升、高速发展，市场规模不断扩大.....	17
3.1.2. 中国烘焙市场的发展方向：消费升级、饮食西化助力短保烘焙发展.....	18
3.1.3. 短保行业竞争激烈，桃李龙头地位稳固，行业集中度提升空间大.....	18
3.2. 从桃李与山崎可鉴，强大物流体系是制胜关键.....	19
3.2.1. 渗透的核心在于物流，而物流的核心在于精细化管理.....	19
3.2.2. 公司产品种类以面包为主，相比于山崎面包处于前期扩张阶段.....	20
3.2.3. 公司渠道扩张能力不断强化，22万零售终端遍布全国.....	20
4. 天高地阔，桃李面包任重道远.....	21
盈利预测.....	23
风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：日本面包行业发展历程.....	5
图 2：日本面包行业发展初期：面包传入日本，逐渐被国民接受.....	6
图 3：日本面包行业发展黄金期：面包主食化，本土面包行业繁荣发展.....	6
图 4：60-70年代日本人均面包消费量增长迅速.....	6
图 5：80年代后期日本主食面包价格逐年上涨（日元/千克）.....	6
图 6：日本面包行业发展黄金期：面包主食化，本土面包行业繁荣发展（千克/人/年）.....	7

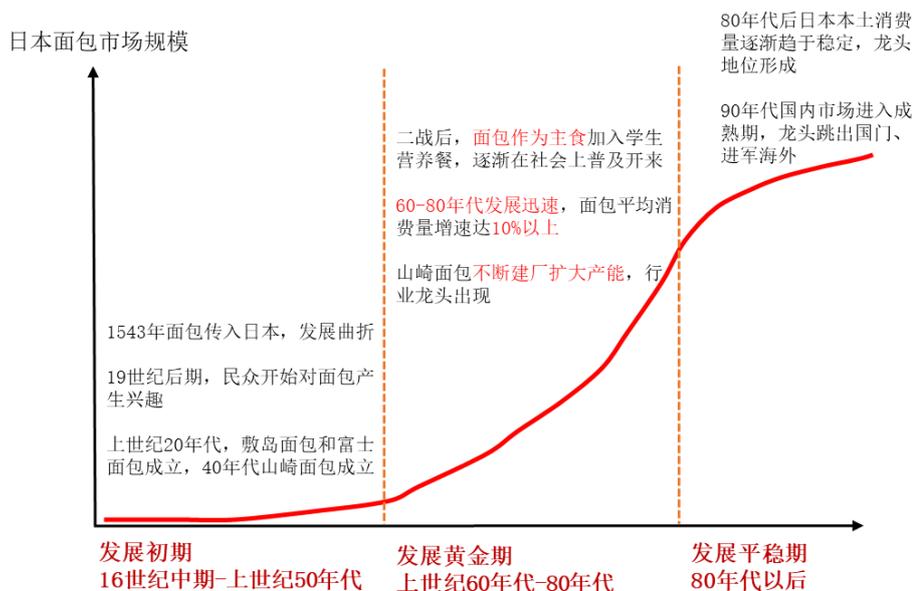
图 7: 日本面包行业三大巨头: 山崎、敷岛、富士面包.....	8
图 8: 山崎面包和富士面包在 50-80 年代拥有工厂数量 (个) .....	8
图 9: 山崎面包发展史 .....	8
图 10: 山崎面包国内投资工厂数量.....	9
图 11: 山崎面包在海外多国销售 .....	10
图 12: 山崎面包中央工厂扩张节情况梳理.....	10
图 13: 山崎面包营业收入情况 (亿日元) .....	11
图 14: 山崎面包净利润情况 (亿日元) .....	11
图 15: 山崎面包各事业部营收情况 (百万美元) .....	11
图 16: 山崎面包分业务营业收入增速 (%) .....	12
图 17: 山崎面包分业务营业利润情况 (亿日元) .....	12
图 18: 山崎面包发展侧重 .....	12
图 19: 山崎委托加工时代广受欢迎的 Coppépan 和俄罗斯面包 .....	13
图 20: 口味多样的山崎午餐包.....	13
图 21: 山崎面包食品事业部各业务营业收入占比变化.....	13
图 22: 2006-2018 年山崎面包广告宣传费及其增速.....	14
图 23: 2006-2018 年山崎面包广告费用占比 .....	14
图 24: 山崎面包收购的不二家和富士屋产品 .....	14
图 25: 2016 年成立的山崎烘焙综合创作中心.....	14
图 26: 山崎面包开拓的“食品共配”物流模式.....	15
图 27: Daily Yamazaki 店内为山崎旗下产品设立专门货柜 .....	16
图 28: 终端单店销售额比较 (100*渠道销售占比/店铺数量) .....	16
图 29: 日本便利店行业集中度高 .....	16
图 30: 山崎面包便利店业务仍在努力减少亏损.....	16
图 31: 中国烘焙市场规模及增速 (亿元) .....	17
图 32: 2013-2018 中国人均烘焙食品消费量 (千克) .....	17
图 33: 中国烘焙占食品制造业收入比.....	17
图 34: 中国糕点面包行业收入 (亿元) .....	17
图 35: 我国人均面包消费量存在较大发展空间.....	18
图 36: 国内烘焙市场品牌集中度存在较大发展空间 .....	18
图 37: 短保面包行业桃李面包遥遥领先 .....	19
图 38: 我国面包行业竞争格局仍较为分散 .....	19
图 39: 桃李面包 2018 年各类销售费用占比情况.....	19
图 40: 桃李面包和山崎面包运输费用率对比 .....	19
图 41: 2018 年桃李面包各产品收入占比.....	20
图 42: 2019 年第三季度山崎面包各部门收入占比 .....	20
图 43: 2018 年桃李面包直营/经销渠道收入占比 (亿元) .....	21
图 44: 山崎面包渠道模式发展历程.....	21

表 1: 山崎、敷岛和富士面包基本情况 .....	7
表 2: 山崎面包食品事业各部门 .....	13
表 3: 山崎面包旗下物流公司情况 .....	15
表 4: 桃李面包盈利预测——营收数据拆分 .....	23
表 5: 桃李面包毛利率拆分 .....	23
表 6: 可比公司估值情况 .....	24

## 1. 饮食结构和经济结构角度上看，日本面包市场对国内发展路径有所启示

从 1543 年面包由葡萄牙人传入日本，到二战后由于美国的面粉援助而使面包成为重要主食，日本面包行业经历了发展初期（16 世纪中期-1950s）、发展黄金期（1960s-1980s）、发展平稳期（1980s 至今），如今日本已经发展成为世界重要的面包制作地，同时也是亚洲最为成熟的烘焙市场。梳理日本面包市场的发展脉络，对于正处于高速发展时期的中国面包业，具备重要的参考价值。

图 1：日本面包行业发展历程



资料来源：《手绘面包辞典》（[日]面包与洋葱），山崎面包公司官网，《日本面包的花色品种》（胡嘉鹏，1984），《日本的面包业》（鲍鲁生，1984），天风证券研究所

### 1.1. 发展初期（16 世纪中期-1950 年代）：日本对面包的接受过程较为漫长

日本一直有着以赤饭、饭团、寿司为代表的稻米文化，面包是由葡萄牙人在 1543 年传入日本。由于当时日本还不栽种小麦，人们为了避讳基督教不食用面包，又或是面包不合当时日本人的口味，面包在日本始终没有发展起来。到了幕末，因为需要更隐秘与方便携带的军粮，面包开始在日本复苏。明治时代，政府在文化上推崇“文明开化”，提倡西洋生活方式，面包在日本发展了起来。19 世纪后期，“木村屋”推出的日本国民面包“红豆包”使得日本人开始对不作为主食的面包产生了兴趣，面包开始在日本蓬勃发展。甜面包的出现使得面包在全国范围内得到进一步推广，西式酒店的出现也促进了烤面包快速发展。第一次世界大战过后，在盟国的影响下，日本面包的品种也进一步得到丰富，同时开始机械生产。

图 2：日本面包行业发展初期：面包传入日本，逐渐被国民接受



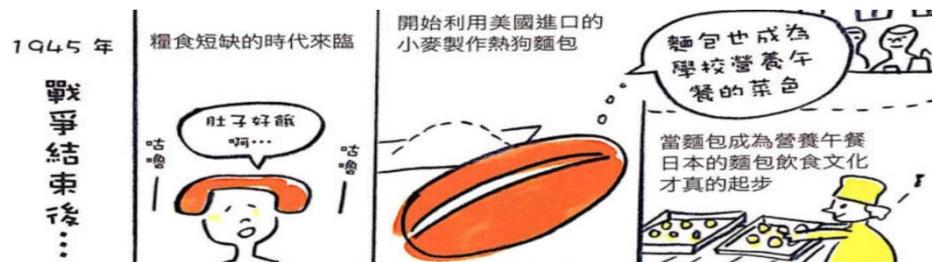
资料来源：《手绘面包辞典》（[日]面包与洋葱），天风证券研究所

## 1.2. 发展黄金期（上世纪 60 年代-80 年代）：面包主食化，公司本土化，面包行业繁荣发展

第二次世界大战后，由于粮食，特别是大米供应严重不足，日本接受美国粮食援助，小麦制品部分取代大米成为主食，面制食品的生产 and 消费得到大力提倡和鼓励。此时，为了改善学生的营养结构，日本政府积极倡导面包作为主食加入到学生营养餐中。这一举措极大地促进了日本面包生产，面包在日本社会里开始真正普及与繁荣了起来。

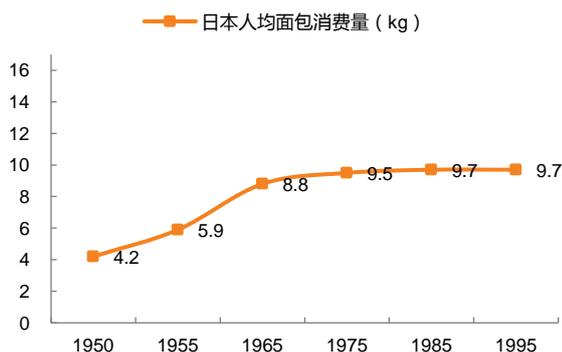
60-80 年代是日本面包行业发展的黄金时期，战后经济快速发展，饮食习惯迅速简便化，扩大了面包消费群体和市场，使得日本本土面包企业快速发展。1965-1975 年日本面包产量由 35.5 万吨增长到约 59 万吨，年复合增长率达 5%。1963 年到 1980 年间日本单个家庭面包消费额年复合增速为 10% 左右。60 年代-70 年代日本人均面包消费量增长迅速，消费额主要以主食化低价产品量的增长带动。80 年代随着经济发展，消费升级显现，带来行业价格增长，实现量价齐升。龙头企业山崎面包便是在这一时期不断建厂、全国布局、海外扩张，逐步建立起其他企业难以超越的龙头地位。

图 3：日本面包行业发展黄金期：面包主食化，本土面包行业繁荣发展



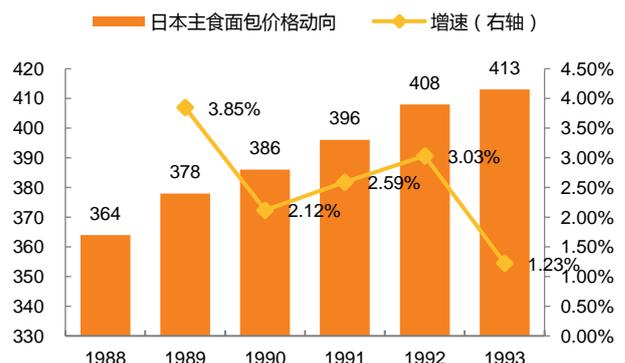
资料来源：《手绘面包辞典》（[日]面包与洋葱），天风证券研究所

图 4：60-70 年代日本人均面包消费量增长迅速



资料来源：日本总务省统计局，天风证券研究所

图 5：80 年代后期日本主食面包价格逐年上涨（日元/千克）

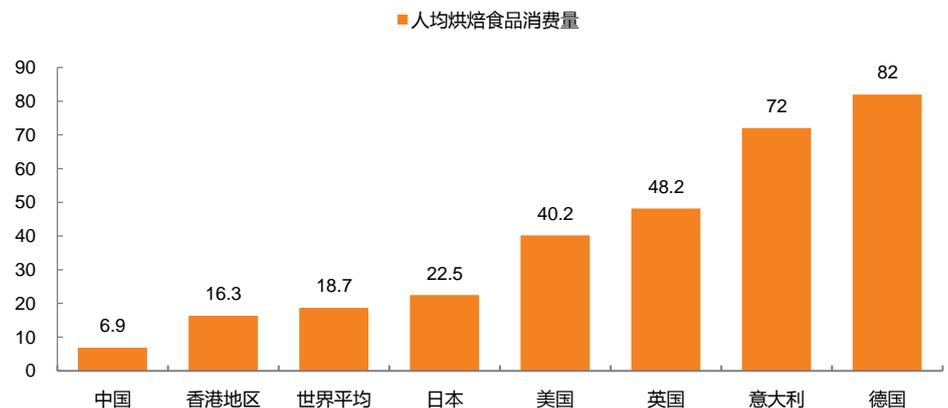


资料来源：《日本面包业的市场现状》（洪强，1995），天风证券研究所

### 1.3. 发展平稳期（80年代以后）：日本市场量缓价增，龙头企业进军海外

80年代以后，日本的家庭面包消费逐渐趋于平稳，面包行业达到均衡，行业发展趋于稳定。90年代后进入成熟时期，行业供给基本饱和，面包与方便面等其他速食竞争加剧，同时生育率有所下滑，使得整体行业达到平衡状态。由于日本饮食结构仍以大米为主，与欧美国家差别较大，因此人均烘焙食品消费量不高，但与饮食习惯相近的国家与地区相比处于较高水平，且高于世界平均水平。日本本土的面包企业在此背景下开始扩张，目标海外市场。

图6：日本面包行业发展黄金期：面包主食化，本土面包行业繁荣发展（千克/人/年）



资料来源：中国烘焙食品工业协会，天风证券研究所

### 1.4. 日本当前面包行业龙头优势凸现，行业集中度较高

日本现有面包生产企业上千家，但烘焙行业总体行业集中度较高。2019年日本烘焙行业CR5达到43.0%，三大企业分别为山崎、敷岛和富士面包，三家公司在市场中发展数十年，在竞争中稳步发展成熟。三家公司的核心产品都是面包，由于日本的饮食习惯，产品以吐司面包和甜面包为主。三家公司的经营模式也十分类似，皆采用了批发和零售并行的销售方式，“中央工厂+批发”占比较大，并拥有相对少量的店内烘焙业务。

同时，山崎、敷岛和富士面包在发展过程中展现出了不同的侧重点。山崎面包是目前日本面包行业发展最为全面的集团公司，销售规模最大，拓展了除面包以外的多种品类，同时内部化了物流、设备生产等业务，成为行业领导者。敷岛面包在日本第一个生产出冷冻面团后将发展重心偏向于技术型生产，并由此延伸了多种生产工艺水平较高的产品。富士面包则在80年代后进行了对熟食生产的投入，并开发出了一系列有特色的配菜面包。

自此我们也可总结出面包行业龙头的发展模式包括但不限于以下几种：（1）“中央工厂+批发”，类似富士面包，传统简单的面包制作、销售商；（2）“中央工厂+批发”的全供应链型公司，类似山崎面包，将供应链各个环节尽可能内部化，并依托供应链优势拓展其他适合便利店零售品类；（3）“中央工厂+批发”+“烘焙店”形式，类似敷岛面包，不仅仅是做产品，更包含“烘焙教学”等服务，走“小而精”的高端化路线。

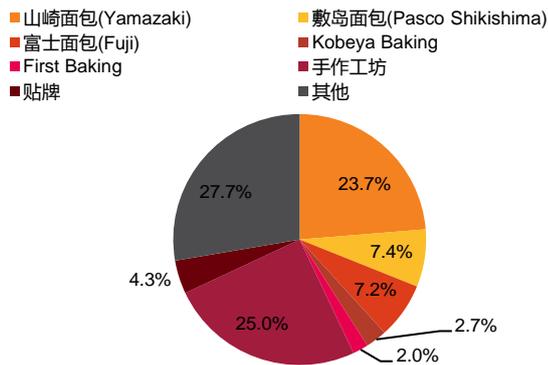
表1：山崎、敷岛和富士面包基本情况

公司名称	山崎面包	敷岛面包	富士面包
成立时间	1948年	1920年	1922年
员工数量	28,363人	4,081人	~16,600人
工厂数量	日本25家+海外14家	日本10家+海外3家	12家
销售额	10,590亿日元	1,557亿日元	2,768亿日元
产品类型	面包、日式/西式点心、加工面包、米饭、面条以及糖果等	面包、日式/西式点心及冷冻面团	面包、加工面包、熟食、面条
其他业务	零售、物流运输、设备生产、清洁服务、保险服务等	零售	零售、物流运输
发展优势	拥有单独物流体系；产品类型多样；渠道覆盖范围广阔	产品工艺水平较高；合资高端烘焙店 Paul；结合冷冻面团的烘焙教学	低价战略；知名品牌形象“面包超人”

资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

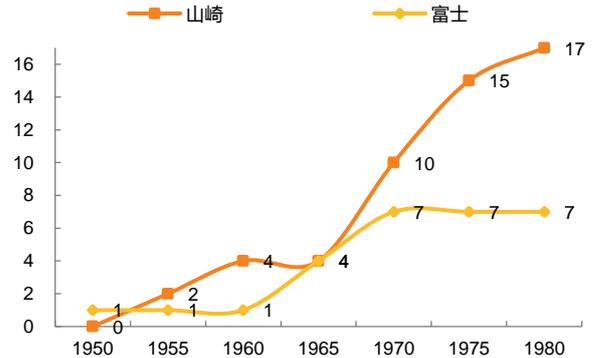
目前山崎面包在日本面包行业中市占率遥遥领先，位列第一。敷岛和富士面包皆成立于上世纪二十年代的名古屋，是面包现代化生产的先驱，并在战后分别凭借“厚生省指定营养食品”和“爱知县定量供给和学校食品供应商”的契机进一步发展。在上世纪 60-80 年代的面包黄金发展期，作为三家企业中“后起之秀”的山崎面包横空出世，在创立初期便乘上发展期的春风，依靠快速布局中央工厂的方式，在二十年间工厂遍布日本关东、关西、中部、九州、东北地区，与两位前辈拉开了差距，为其进一步渗透国内市场、开拓海外市场抢占了先机。

图 7：日本面包行业三大巨头：山崎、敷岛、富士面包



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 8：山崎面包和富士面包在 50-80 年代拥有工厂数量（个）



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

## 2. 山崎面包勾画了短保面包行业发展轨迹，成就日本面包行业绝对龙头

### 2.1. 借行业东风实现从区域到全国再到全球的成长之路

1948 年饭岛十郎在千叶市川市成立山崎烘焙公司，以委托加工模式起家，公司兴起于日本面包行业黄金发展期前夕，当时正值政府将面包作为主食加入学生营养餐，面包逐渐在社会上普及开来，赶上了行业发展的潮流。

在日本面包行业快速发展的黄金期，山崎面包通过持续的日本境内区域扩张，逐渐形成行业龙头地位，在国内市场成熟后进行跨国销售，收入规模快速增长，2019 年公司在日本面包行业市占率达到 23.7%。回望山崎面包的发展历史，山崎从构筑区域大本营到布局全国工厂，再到海外扩张、全球化布局，逐步抢占市场份额，稳固龙头优势地位。

图 9：山崎面包发展史



资料来源：山崎面包公司公告，天风证券研究所

### 2.1.1. 1950-1970 年：筑造关东大本营并持续巩固

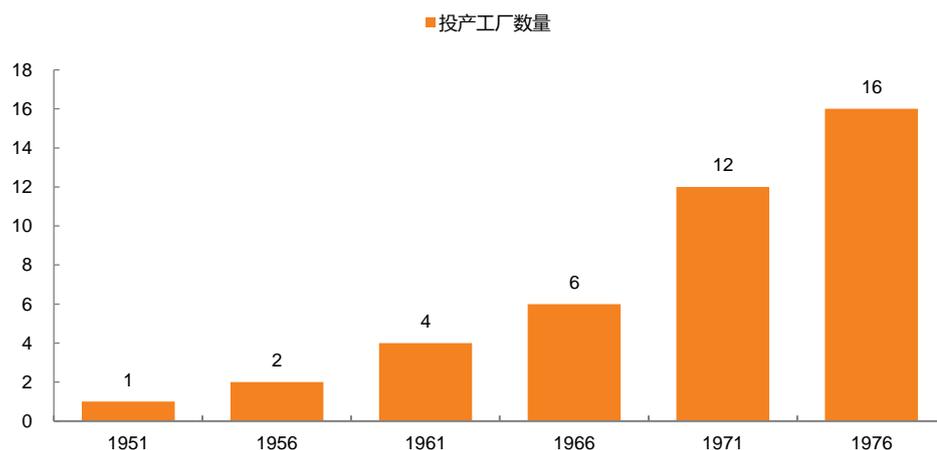
从二战开始，日本在美国粮食援助下，面包等西式饮食开始快速普及。在这一背景下，1948 年山崎创始人饭岛十郎在千叶市川市成立山崎烘焙公司。山崎面包率先在关东市场建立中央工厂，不断开设工厂进行扩张，先后建立运营两国工厂、横滨第一工厂、杉并工厂等，巩固在关东地区的优势地位。日本关东地区以东京为中心，是日本人口密集、消费能力较高的区域，其面包市场有较大的潜力。同时，此阶段处于日本面包行业的高速增长期，山崎面包借行业发展的东风，成功起步并实现优势区域布局。1966 年，公司在东京证券交易所上市。

此阶段山崎面包的业务集中在关东地区，在区域建立大本营并持续巩固、抢占市场份额。1966 年大阪第一工厂竣工，山崎进入关西市场，为之后的全国布局做好准备。

### 2.1.2. 1970-1980 年：异地扩张，布局全国

1970 年，山崎面包有限公司与 Nabisco 有限公司和 Nisshin Gijutsu Co., Ltd.（现双日株式会社）合资成立山崎 Nabisco 有限公司。至 1980 年在关西、中部、中国、九州、东北中心城市共建厂 16 个，逐步实现异地扩张和全国布局，在日本面包行业发展的黄金期基本完成全国渠道布局，奠定了日后龙头地位的基础。同时也在此阶段拓展了店内烘焙业务、自有便利店业务等。

图 10：山崎面包国内投资工厂数量



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

### 2.1.3. 1980-2000 年：海外收购建厂，推进全球化布局；国内查漏补缺，优化布局

80 年代，受其他方便食品以及便利店渠道的竞争冲击，日本面包行业增长进入瓶颈。山崎面包在大体实现了全国布局之后开始尝试直营模式，并通过海外建厂和收购扩张，推进全球化布局。1981 年在中国香港成立香港山崎面包有限公司，实现了首次跨国销售。随后进入中国台湾、泰国、新加坡、马来西亚、中国大陆、越南、法国、美国等国家和地区，积极布局全球市场。

图 11: 山崎面包在海外多国销售



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

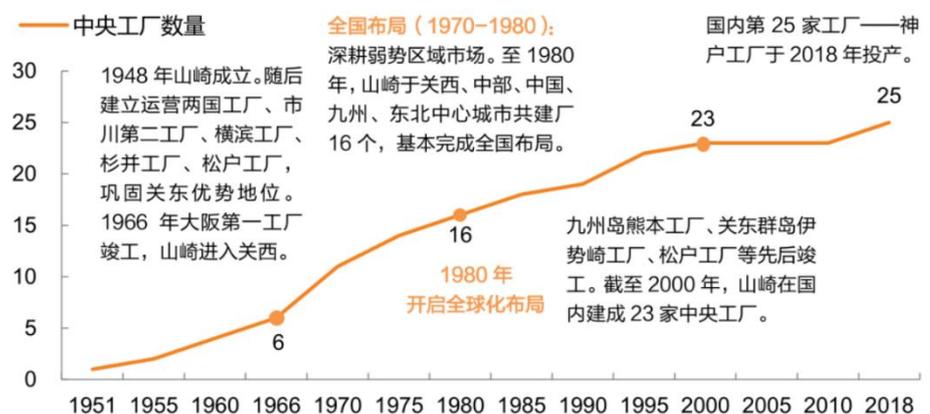
同时，山崎也在国内市场继续查漏补缺，优化全国工厂布局。九州岛熊本工厂、关东群岛伊势崎工厂、松户工厂等先后竣工。截至 2000 年，山崎在国内建成 23 家中央工厂，覆盖各个区域，进一步完成全国市场布局的优化。山崎通过全国布局、海外扩张，在日本面包行业的平稳发展期巩固了自身龙头企业的优势地位，进一步占据市场份额、提高行业集中度。

#### 2.1.4. 2000 年至今：国内外布局加速，并购扩展新品类

在 2000 年完成了全国中央工厂布局后，山崎面包也将重点转向通过渠道下沉、终端网点增加、各厂产能扩建，提高工厂产能利用率和生产效率。一方面，山崎面包没有停下国内工厂布局的脚步，国内的第 25 家工厂——神户工厂已于 2018 年投产。另一方面，山崎面包通过建设自有清洁、运输等服务公司，大幅提高生产效率。

同时，公司继续在全球范围内拓展面包主业：先后成立法兰西销售分公司、上海山崎面包有限公司、越南山崎有限公司，并收购金泽德国面包、印度尼西亚 PT YAMAZAKI INDONESIA 等公司的股份。除了面包，公司还通过获取不二家、富士屋等公司控股权，扩展了糖果、休闲零食、面条等食品品类。目前山崎面包分设面包、日式点心、西式点心、加工面包及米饭等六大部门，经营和销售各种食品品类。

图 12: 山崎面包中央工厂扩张节情况梳理

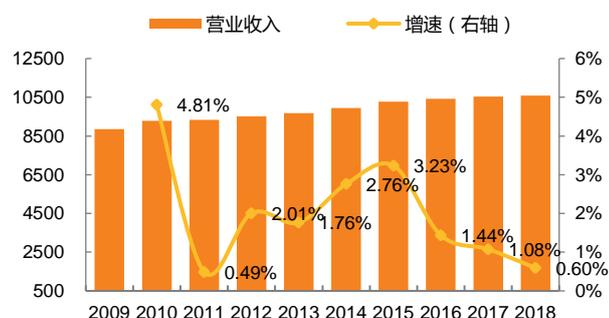


资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

## 2.2. 产品突破、渠道深耕成就龙头地位

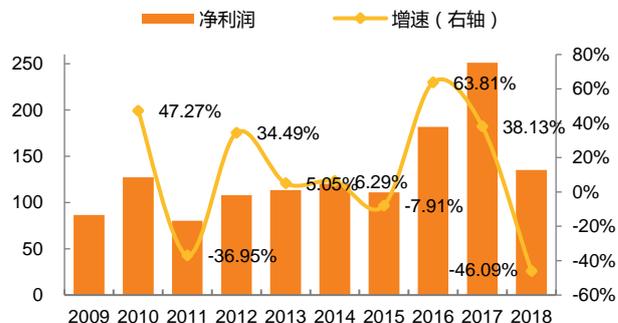
日本山崎面包经过 70 余年的发展，已经成为日本烘焙行业的绝对龙头。欧睿国际的数据显示，2019 年山崎面包市占率为 23.7%，远远领先于排名之后的敷岛面包（7.4%）和富士面包（7.2%）。山崎面包通过持续的日本境内区域扩张和跨国销售，奠定了行业龙头地位。

图 13：山崎面包营业收入情况（亿日元）



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

图 14：山崎面包净利润情况（亿日元）



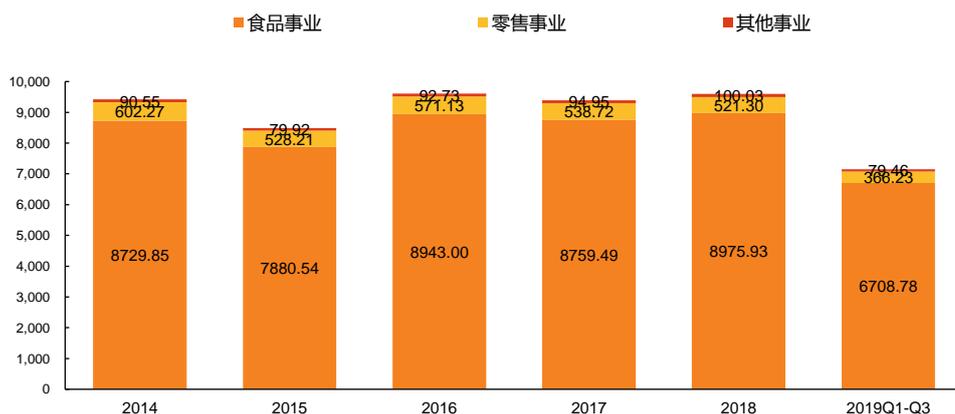
资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

注 1：2018 年净利润增速为负主要受自有便利店的零售事业拖累

注 2：2011 年净利润较低主要系会计处理变更，造成税前净利润减少 1937 万日元

山崎业务可分为食品、零售、其他三大事业部。其中食品事业部为公司最主要的业务，2019Q1-Q3 营收占比高达 94%，该事业部下分为面包、日式点心、西式点心、加工面包和米饭以及糖果，米果和其他产品等品类，零售事业部为自有便利店销售业务，其他事业包括物流、烘焙设备生产、清洁、保险等业务。

图 15：山崎面包各事业部营收情况（百万美元）



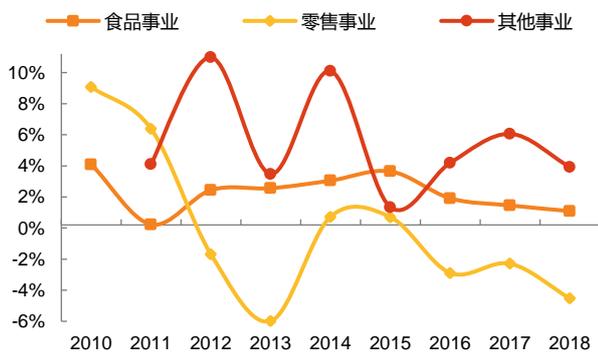
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

近年来公司收入下滑主要是由于食品事业中的面包及日式/西式点心业务遭遇瓶颈表现平淡，通过收购扩张的零食业务增速也有所减慢，加之零售事业未能盈利的拖累，使得 2018 年山崎面包整体收入增速不及 1%，净利下降 46% 左右。这也对桃李成熟后的发展有一定的启示意义。

山崎面包主营食品业务（面包/日式点心/西式点心）已经从高速发展期转变为平稳期，营

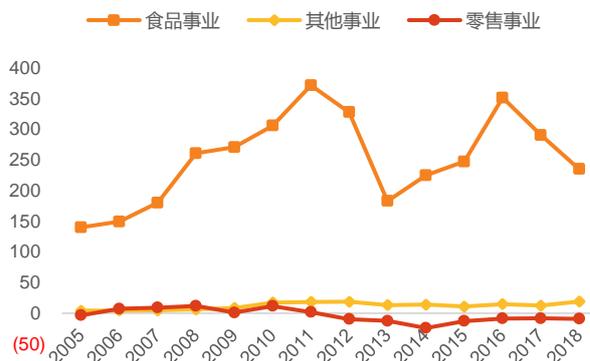
收及利润增速较为平稳，而同时新兴业务包括收购的零食业务、自有便利店零售业务目前仍处于培育期，故公司当下处于转折关键点。

图 16：山崎面包分业务营业收入增速（%）



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

图 17：山崎面包分业务营业利润情况（亿日元）



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

注：2013 年食品事业营业利润较大幅度下滑主要系运输及人工成本增加，与建设中央工厂相关

### 2.2.1. 扩张时期产品渠道并行，成熟期逐步投入品牌建设

山崎面包在正确的时期做了正确的事，得以成为日本面包行业龙头，1950-2000 年山崎借行业东风进行快速扩张，主要侧重于产品的拓品类和渠道、物流的建设上，2001 年成立物流子公司宣告公司物流体系的成熟，2000 年后则更多的是投入品牌建设，广告宣传费用有所增加。

图 18：山崎面包发展侧重



资料来源：山崎面包公司公告，天风证券研究所

#### 1、扩张时期：产品和渠道并行，奠定龙头地位。

山崎以面包的委托加工起家，初期产品以面包为主，品类较为单一。在 1950-2000 年扩张期间，山崎相继引进了来自欧美的先进设备和技术以及多种产品，将产品种类从单一的面包拓展到日本甜品、西式点心、西方糖果等的生产制造。在渠道上，以“中央工厂+批发”的策略实现了高效的生产和销售布局，并在 80 年代后开始尝试店内烘焙和便利店模式，通过“中央工厂+直营店”的模式扩充销售渠道、提升消费体验、拓展海外市场。山崎面包前期的扩张正值日本面包行业发展的黄金时期，公司借助行业之风，产品与渠道并行快速扩张，奠定了日后的市场龙头地位。

图 19: 山崎委托加工时代广受欢迎的 Copp é pan 和俄罗斯面包



资料来源: 山崎面包公司公告, 天风证券研究所

图 20: 口味多样的山崎午餐包



资料来源: 山崎面包公司官网, 天风证券研究所

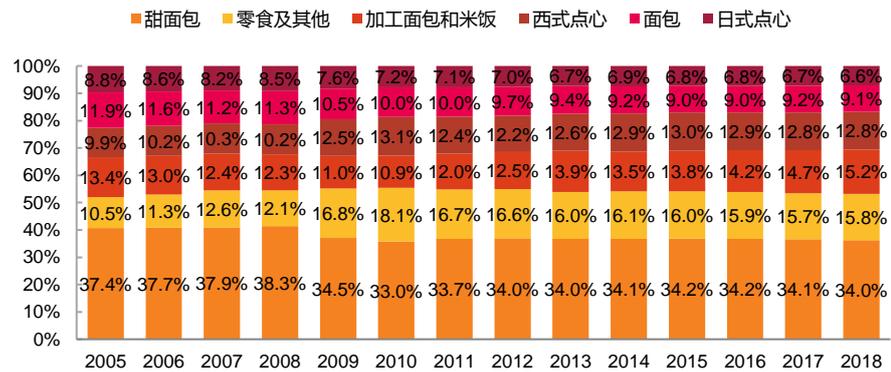
食品事业部为公司最主要的业务, 下分产品品类众多, 除收入占比较高的甜面包部门外, 食品事业部各部门营业收入情况相对平均、百花齐放。各部门各自经营, 拥有非常丰富的产品线。如甜面包部门下的“山崎午餐包”是山崎面包产品出新能力的代表, 推出 35 年来一共创造了超过 1000 种口味。

表 2: 山崎面包食品事业部各部门

	面包部门	日式甜点	西式甜点	烹调面包及米饭	其他业务部门
2019 年第三季度营业收入(百万日元)	339533	50872	96678	123610	121282
2019 年第三季度营收占比	46.39%	6.95%	13.21%	16.89%	16.57%
成立时间	1948	1949	1950	/	/
代表产品	 各种甜面包, 吐司面包。	 大福, 烤制甜食。	 瑞士卷, 点心蛋糕, 重磅蛋糕等。	 熟食午餐(米饭、面条)、三明治, 饭团等	 糖果饼干, 巧克力, 果酱, 咖啡和果汁等。

资料来源: 山崎面包公司官网, 天风证券研究所

图 21: 山崎面包食品事业部各业务营业收入占比变化

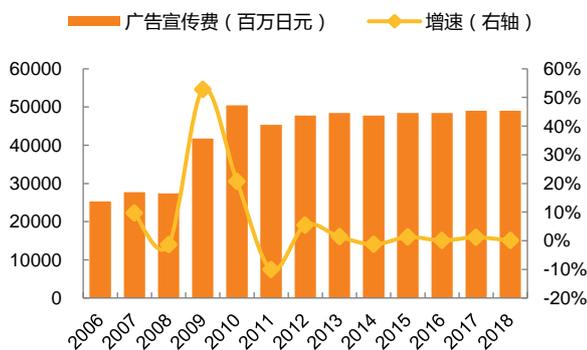


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

## 2、成熟期加强品牌建设，继续完善渠道、丰富产品线。

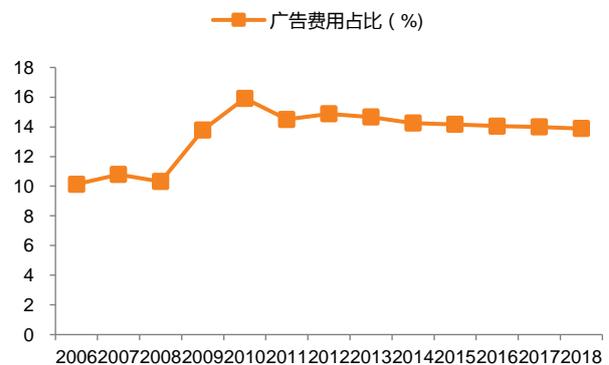
2000年后，山崎进入较为平稳的成熟期，面对市场竞争的加剧，山崎进一步投入品牌力建设，广告宣传费用占比逐年增加，2010年后逐渐稳定在14%左右。山崎面包将产品与丰富的节日与活动结合，通过联名、限时供应、赞助、大型活动、终端陈列等策略，进一步刺激产品销量、加强品牌建设。截至2020已经拥有40年历史的山崎春季面包节，曾被誉为“日本三大商业盛典”之一。在市场营销的同时，山崎面包积极承担企业社会责任，提升品牌口碑。与非营利组织共同主办和实施了山崎“爱面包”筹款活动，在多个商店设有捐款箱。迄今为止筹集的资金已用于非洲国家、蒙古、柬埔寨等地的国际合作活动，近年来在国内外多个地震受灾地区实施了紧急援助和重建援助活动，建立起良好的企业形象。

图 22：2006-2018 年山崎面包广告宣传费及其增速



资料来源：山崎面包公司公告，天风证券研究所

图 23：2006-2018 年山崎面包广告费用占比



资料来源：山崎面包公司公告，天风证券研究所

同时，山崎也持续进行渠道的优化和产品线的丰富。截止 2018 年底，山崎面包共拥有超过 11 万个终端，包括商超、便利店、杂货店、每日山崎 (Daily Yamazaki)、山崎面包店、圣星 (サンエトワール) 及其他内部商店。同时，公司强大的产品研发能力支撑着山崎面包庞大的产品体系，持续为客户提供健康、优质、创新、丰富的产品和服务。21 世纪山崎建立了以科学依据为基础的食品安全与健康管理体系，2016 年建成的“山崎烘焙综合创作中心”配备有最先进设施的研究设施，山崎面包的研发工作由各部门有机地协调，从而能够积极开发新产品并开拓新的市场和业务，在当今瞬息万变的市场需求中不断提供新口味。如今，山崎的面包部门每年开发 1000 多种新产品。

图 24：山崎面包收购的不二家和富士屋产品

图 25：2016 年成立的山崎烘焙综合创作中心



资料来源：山崎面包公司公告，天风证券研究所



资料来源：山崎面包公司公告，天风证券研究所

### 2.2.2. 山崎面包扩张道路上的核心力量——物流体系

“中央工厂+批发+门店”的混合模式背后是山崎面包强大的物流体系。山崎面包拥有较为成熟的物流网络，公司的自配体系主要分为两部分，分别由两家全资子公司负责完成，另有一家独立子公司负责系统管理运营。第一部分由山崎物流(Yamazaki Logistics Co., Ltd)负责，完成山崎面包 1200 余种产品在工厂、各地营业所和配送基地之间的有效转移以及原材料运输交付工作；第二部分由太阳物流(Sun Logistics Co., Ltd.)负责，完成产品至主要连锁商超、便利店等终端的运输。山崎的物流货车拥有 20℃ 恒温 and 冷藏功能，使得各类成品以及半成品可以安全、清洁和新鲜地运达各类销售终端。

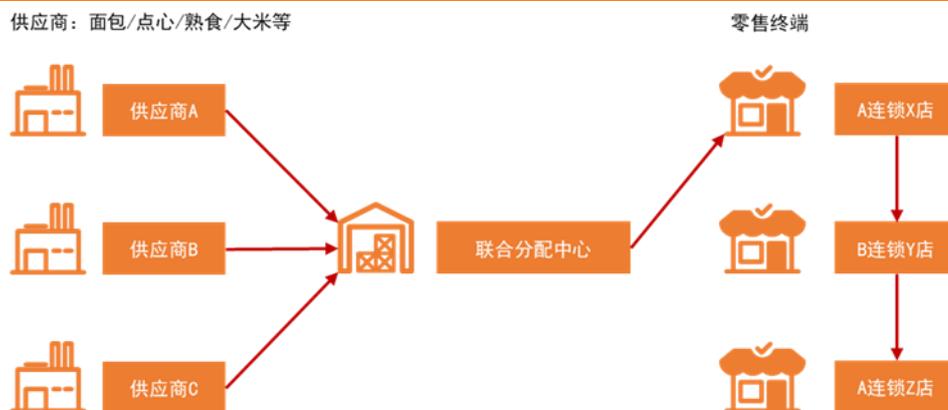
表 3：山崎面包旗下物流公司情况

公司名称	Yamazaki Logistics	Sun Logistics
成立时间	2001 年	2003 年
主要业务	货车运输、采购管理	货车运输、共配业务
员工人数	690 (截至 2018 年 3 月)	518 (截至 2019 年 11 月)
货车数量	334 (截至 2018 年 3 月)	~500

资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

利用自身的物流优势，山崎面包开拓了“食品共配”(Shokuhin Kyohai System)的新物流模式。太阳物流在日本全国建立了 18 个联合分配中心，向除山崎面包以外的食品供应商提供物流配送服务，目前已拥有百余客户，产品涵盖面包、大米、熟食、日式甜点等。通过在联合分配中心集中产品，再配送至共同目的地，山崎面包在便利其他食品供应商的同时，达到了削减自身运输成本的目的。

图 26：山崎面包开拓的“食品共配”物流模式



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

### 2.2.3. 山崎面包未来发展的着力点——从做产品切向做服务

自上世纪 80 年代左右开始，山崎面包便开始涉足自有便利店和店内烘焙领域。截至 2018 年末，山崎面包拥有包括 1493 家山崎便利店(Daily Yamazaki)、2852 家山崎面包店

(Yamazaki Shop)、862 家不二家糖果铺 (不二家洋菓子店舖)、271 家 Vie de France 烘焙店在内的各类专门店。山崎面包开始形成“中央工厂+门店”的模式，在面包批发业务逐渐饱和的背景下，向产业链下方布局渠道端和拓展海外市场成为新增长点，也成为山崎面包提升消费者服务粘性的重要途径，是做产品的企业从被动的被选择走向主动迎合消费者需求的关键一步。

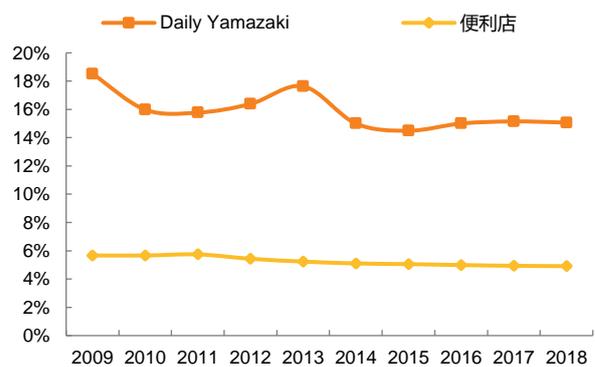
Daily Yamazaki 与普通便利店一样销售来自多品牌的产品，但便利店着重销售山崎面包旗下高质量、高价、高附加值的产品，如“Yamazaki Best Selection”系列——涵盖山崎面包最受欢迎产品的同时提升配料、原材料质量和制造方法。除产品外，Daily Yamazaki 不断强调增强客户服务水平。山崎面包已与日本乐天合作在全国范围内的便利店推广了积分服务以吸引消费者，并利用山崎面包内部资源(来自子公司 Toast Sand Co., Ltd 和 Sun Delica 的烘焙工具)推出了店内烹饪系统，从而能够在便利店内提供新鲜的烘焙面包和自制便当等。同时，Daily Yamazaki 会根据门店所在位置调整店内销售的产品，使之成为了公司展现产品和服务、提升消费者黏性的绝佳窗口。

图 27: Daily Yamazaki 店内为山崎旗下产品设立专门货柜



资料来源: 山崎面包公司官网, 天风证券研究所

图 28: 终端单店销售额比较 (100\*渠道销售占比/店铺数量)



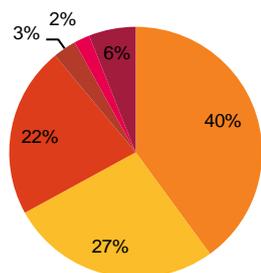
资料来源: 山崎面包公司官网, 天风证券研究所

根据山崎面包给出的门店数量以及相应的收入占比可以看出，Daily Yamazaki 相比山崎面包合作的其他便利店门店，单店销售效率更高，近年来，山崎面包也一直积极尝试利用内部物流、设备等方面的资源，帮助降低零售业务相关的成本。然而，由于日本便利店行业集中度非常高，7-11、全家和罗森三大连锁便利店占据了接近 90% 的市场份额，Daily Yamazaki 虽然为山崎面包在便利店市场中争取到近 2% 的份额，但自 2012 年起一直处于营业亏损的状态，与大型连锁便利店之间存在较大的差距。如何进一步提高自有便利店对消费者的吸引力将是山崎面包未来能否通过零售服务找到新增长点的关键，当然这一点也是面包企业在成就龙头地位之后天花板的探索方向的问题。

图 29: 日本便利店行业集中度高

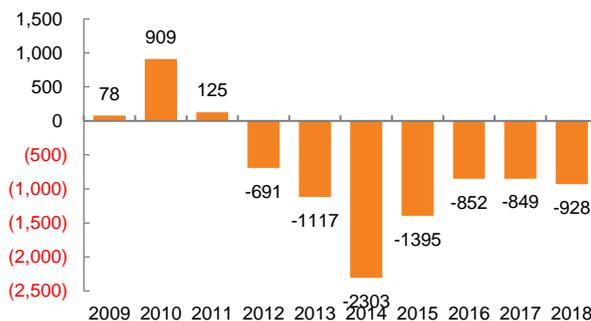
图 30: 山崎面包便利店业务仍在努力减少亏损

7-11 全家 罗森 Minishop Daily Yamazaki 其他



资料来源：日本经济新闻，天风证券研究所

营业利润 (百万日元)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 3. 桃李面包仍处于快速发展的早期阶段

#### 3.1. 中国烘焙市场正处于量价齐升阶段，黄金发展期初期

##### 3.1.1. 中国烘焙市场的现状：量价齐升、高速发展，市场规模不断扩大

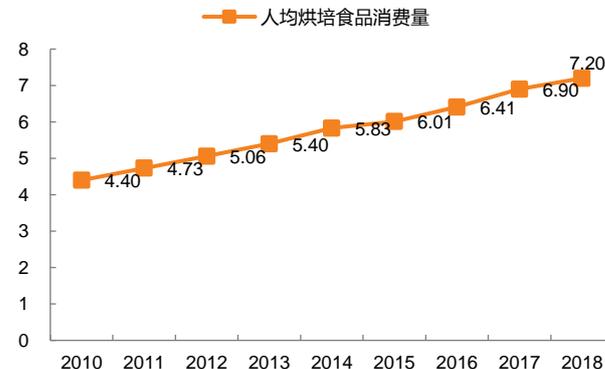
目前我国烘焙行业正处于量价齐升阶段，与 70-80 年代日本持续增长时期十分相似。我国烘焙行业起步较晚，在 1980 年前行业几乎空白。自上世纪 80 年代随着经济增长，居民生活水平提高，以及西方食品、原料和技术的引入，我国烘焙行业在 20 世纪末开始蓬勃发展。2000 年后在居民消费升级和饮食西化的背景下，烘焙行业市场规模不断扩大，2018 年烘焙市场规模为 2170 亿元，13-18 年复合增速达 12%。量价拆分来看，2018 年我国烘焙食品人均消费量为 7.2kg，13-18 年复合增速达 6%，剩余 6% 的增速由价格上升所贡献。

图 31：中国烘焙市场规模及增速 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2013-2018 中国人均烘焙食品消费量 (千克)



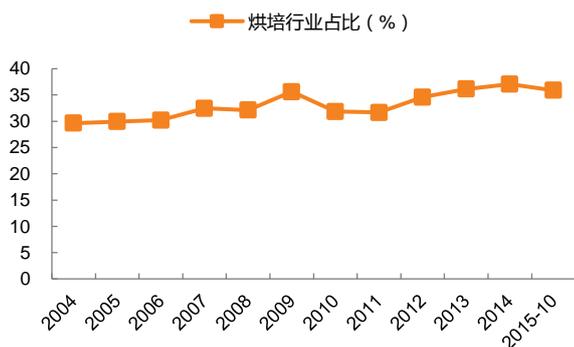
资料来源：Wind，天风证券研究所

面包行业是烘焙行业的重要组成部分，据国家统计局数据显示，2003-2014 年我国糕点面包企业销售收入增速始终维持在 10% 以上，复合增速接近 30%，增速略快于烘焙行业，是面包糕点产业增长最快的国家。

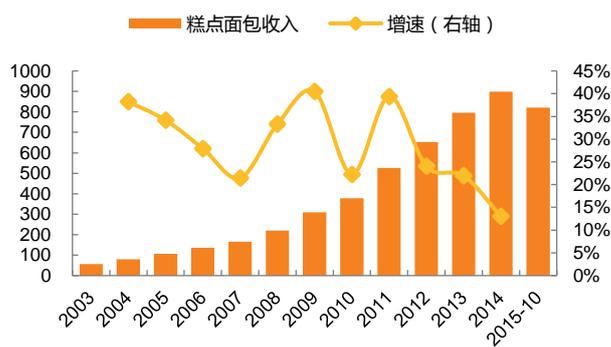
目前我国面包行业已经进入了高速发展期，未来龙头企业前景广阔。2018 我国人均面包消费量仅为 2kg，烘焙行业 CR5 仅为 11.1%，均远低于日本。未来随着饮食结构多元化以及城镇化的推进，我国烘焙食品正从一、二线城市逐渐下沉，向三、四线城市及农村市场进一步渗透，烘焙食品消费群体进一步扩大，行业渗透率及消费量未来有望稳步提高，龙头企业发展仍有空间。

图 33：中国烘焙占食品制造业收入比

图 34：中国糕点面包行业收入 (亿元)

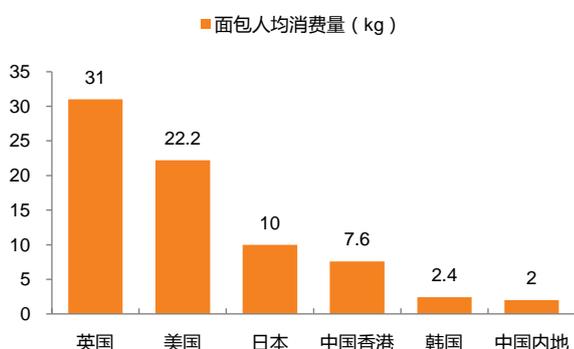


资料来源：国家统计局，天风证券研究所



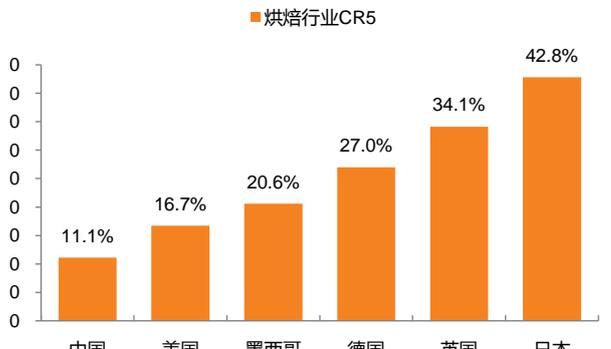
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 35：我国人均面包消费量存在较大发展空间



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：国内烘焙市场品牌集中度存在较大发展空间



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 3.1.2. 中国烘焙市场的发展方向：消费升级、饮食西化助力短保烘焙发展

随着中国居民收入提升，健康饮食观念日益流行，面包作为兼顾主食和零食功能的产品，顺应消费升级是未来的趋势。新鲜、人工添加剂少的中短保烘焙食品（保质期在 12 个月、3-15 天），正契合消费升级背景下消费者对于健康化的需求。据亿滋国际发布的全球零食消费趋势报告数据统计，国内近四分之三的消费者购买时会关注零食的健康化程度，如产品新鲜度、食材的天然性、是否有助肠道健康。随着便利店以及大型商超等现代化零售渠道的建立，中短保烘焙食品便利性、新鲜度两大优势逐步凸显，符合“健康化”趋势下消费者的需求。

同时，深受西方文化影响的“千禧一代”逐渐成为市场的核心购买力，并伴随着现代生活节奏的加快，便利性、便携性使得面包正在迅速替代传统早餐。英敏特发布的中国早餐报告显示，中国消费者对西式早餐适应性高，且五成都市消费者认为西式早餐在便利性上有优势、更适合在路上食用。西式早餐渗透率也逐步提高，其中面包、吐司产品渗透率 2016 年已达 44%。饮食西化趋势结合零售渠道和快递物流的快速发展，未来短中保烘焙行业将继续受益。

### 3.1.3. 短保行业竞争激烈，桃李龙头地位稳固，行业集中度提升空间大

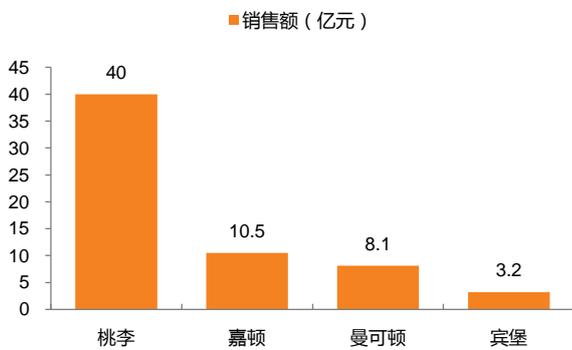
我国烘焙行业仍处于竞争的早期阶段，竞争格局十分分散，龙头企业市占率提升空间大。目前国内面包市场和零售环境都十分近似于日本 60-80 年代，便利店等现代渠道逐步形成规模，购买力及烘焙食品需求量增速高，面包行业进入“量价齐升”的高速成长期。行业主要竞争者可以分为三类业态：以达利、盼盼、好丽友为代表的长保企业；以桃李、宾堡、义利为代表的短保企业；以及手工类烘焙门店。目前手工类烘焙门店占据较大市场份额，但随着消费升级和饮食西化，短保未来可能出现呈现替代长保的趋势。

从竞争格局上看，目前市场仍具有一定区域性特征，行业入局者增多。桃李面包的销售大

本营为东北、华北、华东区域，上市后向全国扩张，开拓华南、西北、西南市场。宾堡是全球知名的烘焙食品加工企业，并于 2018 年收购国内外商独资面包企业曼可顿，补充增强现有业务，是桃李面包在华北、华东地区的主要竞争对手。中国香港品牌嘉顿 80 年代拓展大陆市场，是桃李面包华南区域竞争对手。同时，主营长保面包的传统企业达利、盼盼也纷纷入局短保市场。盼盼推出短保系列产品，达利在 2018 年推出短保面包品牌“美焙辰”。在短保行业整体快速增长过程中，随着行业入局者的增多和竞争的加剧，行业渗透率将不断提高。

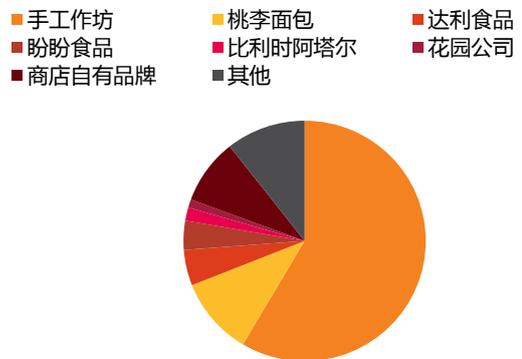
从短保面包行业情况上看，桃李占据龙头地位，领先其他对手。面包由于保质期短、运输半径小，对于渠道的要求较高，桃李采用直营与经销相结合的销售模式进行渠道开拓，经过 20 年的本地拓展已建立起庞大且稳定的销售网络。在口味上，桃李积极取经日本、中国台湾企业经验，打造符合亚洲口味的产品。外资品牌水土不服、竞争相对薄弱给了桃李面包充分的发展空间，桃李抓住机遇迅速抢占市场，成为目前行业龙头。

图 37：短保面包行业桃李面包遥遥领先



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：我国面包行业竞争格局仍较为分散



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 3.2. 从桃李与山崎可鉴，强大物流体系是制胜关键

#### 3.2.1. 渗透的核心在于物流，而物流的核心在于精细化管理

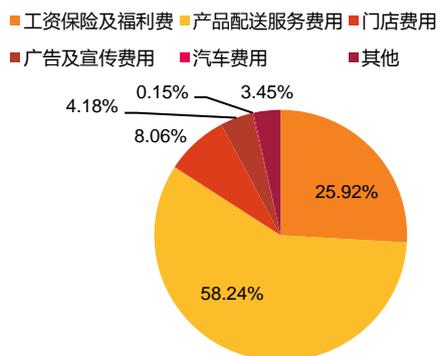
作为短保类产品龙头企业，桃李面包目前处于产品品类和渠道快速增长的初期阶段，对应山崎面包在 1950-2000 年的扩张阶段，而从山崎的经验来看，能在不断扩充销售范围和深度的同时保障产品配送频率，拥有强大的物流体系，是其在扩张期的制胜关键。

桃李面包的配送体系分为一级物流和二级物流两种方式，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。目前，桃李面包主要采用委托第三方物流公司的物流模式，所有物流体系都是公司可控的，这使得桃李面包拥有行业领先的物流效率，桃李面包的产品在中心城市每天 1 点出仓，3 点左右到达各分销站，再由分销站配送员最终送至各个终端。

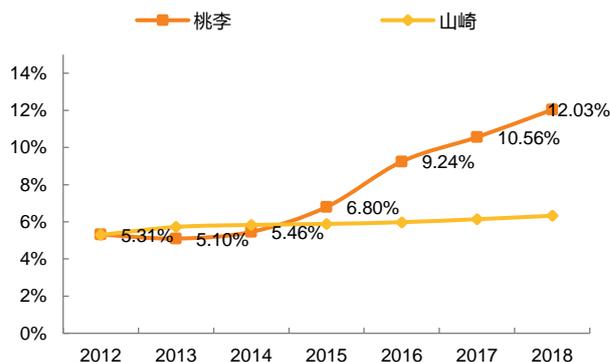
桃李非常清楚物流的重要战略地位，在其中投入了大量的人力物力财力精力，产品配送服务费用占到了销售费用的 58.24%，费用率相较山崎面包也处于较高水平。但由于日本市场在地域范围上远不及国内市场，且拥有极其发达的便利店产业，占据终端数量过半的连锁便利店（如 7-11）并不需要山崎面包提供到门店的配送服务，大大减少了山崎面包所需承担的运输责任。桃李面包若要保持目前的渠道体系和配送频率，或很难达到山崎面包的费用水平，但随着规模的扩大运输费用率或将有所下降。

图 39：桃李面包 2018 年各类销售费用占比情况

图 40：桃李面包和山崎面包运输费用率对比



资料来源：桃李面包公司公告，天风证券研究所



资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

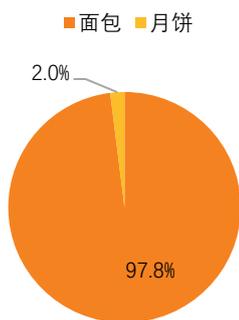
在减少配送费用方面，借鉴山崎面包采用共同配送体系提高现有运输车辆的使用效率或许是一种方式。且随着新兴市场成熟，区域销售情况的提升会逐渐降低运输费用率，桃李面包强大的物流体系也将继续成为公司的核心竞争力，助力公司完成产品在更广泛的渠道中“新鲜送达”。

### 3.2.2. 公司产品种类以面包为主，相比于山崎面包处于前期扩张阶段

公司目前产品种类以面包为主，紧跟消费潮流，不断开发新口味以保持产品竞争力，近年推出豆小方起酥面包、脏面包、幸福的紫米糯面包、爱豆的面包、轻芯吐司面包、纯蛋糕等一系列新面包。此外，公司还生产月饼、粽子等产品，主要是针对传统节假日开发的节日食品，数量较少。2018 年面包收入 47.3 亿元，占总收入 97.8%。

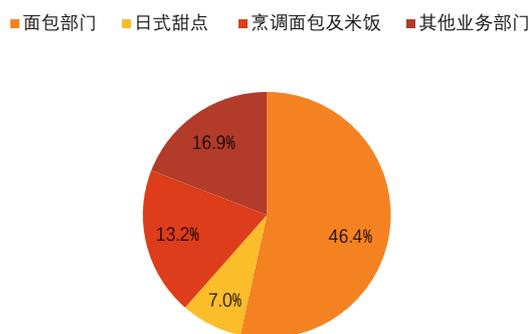
对比山崎面包发展历程，桃李正处于抓住如今国内面包发展潮流的快速扩张期。山崎面包在日本国内面包市场达到发展成熟期，自身已成为市占率远超竞争对手的行业第一地位后开始扩展产品种类，同时进行并购，如今分设面包、日式点心、西式点心、加工面包及米饭等部门，经营和销售各种食品品类。

图 41：2018 年桃李面包各产品收入占比



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 42：2019 年第三季度山崎面包各部门收入占比



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

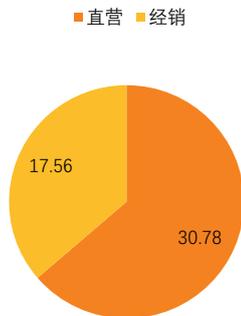
### 3.2.3. 公司渠道扩张能力不断强化，22 万零售终端遍布全国

桃李面包目前采取“中央工厂+批发”模式，主要通过直营和经销两种渠道进行销售：一是针对大型连锁商超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；二是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。截至 2018 年底，公司已在全国市场建立了 22 万多个零售终端，小卖店渗透率较高。2018 年公司直营模式收入 30.8 亿元，占比 64%，经销模式收入 17.6 亿元，占比 36%。公司目前在东北、华北经营成熟，目前向全国进军，大力拓展华东、华南等新市场，同时在成熟市场继续加

快销售网络细化和下移工作，挖掘市场潜力。

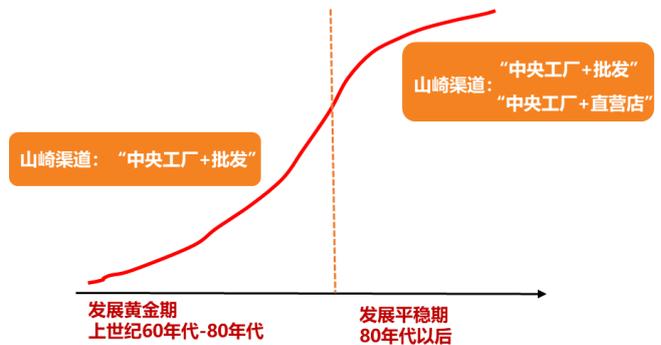
对比于山崎面包发展历程，目前处于扩张期爬坡阶段。山崎面包扩张期前半部分时，在渠道上采取“中央工厂+批发”的策略实现了高效的生产和销售布局，便于扩张，在经历日本面包行业黄金发展期后成为行业龙头；在上世纪 80 年代日本面包行业步入稳定发展期，山崎开始尝试店内烘焙和便利店模式，通过“中央工厂+直营店”的模式扩充销售渠道、提升消费体验。

图 43：2018 年桃李面包直营/经销渠道收入占比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：山崎面包渠道模式发展历程



资料来源：山崎面包公司官网，天风证券研究所

桃李面包无论从产品结构还是终端渠道布局的特征上，均处于山崎面包早期扩张阶段，未来仍任重道远，同时从山崎面包的早期经验来看，公司也在快速扩张初期正确的布局物流体系，不断扩充销售范围和深度的同时保障产品配送频率，是未来支撑其稳步扩张的中坚力量。

#### 4. 天高地阔，桃李面包任重道远

从行业角度看，当前我国面包行业正处于“量价齐升”的高速成长期，面包人均消费量和价格上都有很大的上升空间，市场发展空间可观。

1. 当前桃李面包已在东北、华北经营成熟，并拓展华东、华南等市场，正处于全国扩张前期，但全国渠道还未完全铺满，在自身已成熟市场也仍有一定的渗透空间。此外，桃李虽已占据行业龙头地位，但市占率仅为 10.5%，对比在日本成熟面包市场占据 23.7% 份额的山崎面包，桃李面包的市占率仍存在相当大的提升空间。除了在国内市场的发展空间与潜力，对标山崎，桃李未来在完成国内扩张后，也可能通过海外投资建厂、并购等方式进一步拓展海外市场，最后终将实现桃李满天下。
2. 扩品的脚步有条不紊，山崎面包通过获取不二家、富士屋等公司控股权，扩展了糖果、休闲零食、面条等食品品类，目前分设面包、日式点心、西式点心、加工面包及米饭等六大部门，经营和销售各种食品品类。桃李需围绕面包进行进一步扎根，同时对现有的月饼、粽子等针对传统节日的食品有序放量。至于类似山崎这样的纵向扩品当前需谨慎。待成熟之后公司可依靠自身渠道和物流管理优势，扎实拓品类，实现产品线的丰富和协同发展。
3. 目前桃李面包采用的“中央工厂+批发”模式使得公司在与消费者直接接触层面的机会较少。根据山崎面包在成熟日本面包市场的策略，开拓门店经营模式或许可以成为桃李面包未来的方向。“中央工厂+门店”是山崎面包在面包批发业务逐渐饱和的背景

下扩充销售渠道、拓展海外市场的主要模式，也成为提升消费者服务体验的重要途径，是山崎从做产品的企业转向做服务，从被选择走向主动迎合消费者需求的关键一步。从山崎面包的发展经验来看，自营便利店模式是山崎探索新增长点的机会。一方面，产品可以获得较好的推广效果，进一步定位消费者需求、提升消费者黏性。另一方面，通过在便利店提供高质量的服务，打造通勤早午餐、家庭早餐等消费场景，可利用场景和服务吸引更多的稳定消费者。

随着我国消费者对面包的接受度以及行业产品质量的提升，品牌消费将是未来的发展趋势，**营销、服务、质量等因素在行业竞争中的重要性也将逐步体现**。这要求桃李面包做到通过积极投入品牌力建设不断提高品牌认知度，同时向产品中更好地融入消费者需求，使得消费者形成品牌依赖。

对于桃李未来可能的探索，一方面对于 To B 业务的选择，另一方面对于产品向服务的切换，还有待深入讨论。店内烘焙连锁肯定是不适合桃李的，但是类似克莉斯汀式成品专卖店或 Daily Yamazaki 式自有便利店是否合适，有待探讨。门店确实可以获得较好的推广效果，进一步定位消费者需求，通过在便利店或成品社区店提供高质量的服务，打造通勤早午餐、家庭早餐等消费场景，拉近与消费者的距离。但是这一步怎么走，什么时候走，要不要走，都是管理层以及分析师需要思考的地方。

## 盈利预测

### 盈利预测关键假设：

公司主要产品分为面包、月饼、粽子三部分，根据量价拆分，各产品销售额增速假设如下：

①面包作为公司占比最大的业务，2020、2021 年新产能释放及市场拓展将会带来业绩的提振，假设 2019-2021 年营收增速为 17%/19%/21%；②月饼及粽子目前销售额仍较小，假设月饼 2019-2021 年营收增速为 24%/29%/31%，粽子营收增速为 27%/39%/35%。

表 4：桃李面包盈利预测——营收数据拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>分产品营业收入（元）</b>					
面包	4,004,690,537.11	4,728,611,074.29	5,513,261,570.25	6,570,705,139.43	7,936,426,202.66
yoy	23.49%	18.08%	16.59%	19.18%	20.79%
月饼	68,053,805.04	94,939,251.67	118,172,461.27	152,378,353.08	199,511,985.88
yoy	17.84%	39.51%	24.47%	28.95%	30.93%
粽子	6,965,519.77	9,677,319.62	12,262,668.48	17,092,463.37	23,106,020.05
yoy	48.31%	38.93%	26.72%	39.39%	35.18%

资料来源：Wind，天风证券研究所

**利润端假设：**①保守假设公司未来毛利率保持相对稳定，2019-2021 年整体毛利率分别为 38%/37%/37%；②假设面包业务毛利率也维持稳定，2019-2021 年分别为 38%/37%/37%；③假设月饼 2019-2021 年毛利率分别为 40%/39%/40%，粽子毛利率为 47%/46%/46%，两种产品均延续 2017-2018 年水平。

③预计公司 2020 年销售费用率将有所下降，2019 年费用率较高的原因主要有：(i) 19 年初传统企业进入短保面包行业，加剧行业竞争，桃李加大市场营销费用投入；(ii) 19 年中新型互联网食品企业加入竞争，希望从中保领域分一杯羹，公司再次提高销售费用投入以守住市场份额；(iii) 新产能逐步投放，短保行业费用先行，提前约一年时间进行投放，主要为与终端渠道的对接费用、物流建设投入等，前期费用铺设是保障产能投产后供应链顺利运行的关键因素。综上，19 年行业新进入者较多竞争激烈，预计 2020 年竞争将有所趋缓，同时新产能投产前费用投放告一段落。所以，假设 2019-2021 年销售费用率分别为 20%/18%/18%。

表 5：桃李面包毛利率拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>毛利率</b>	<b>37.70%</b>	<b>39.68%</b>	<b>37.80%</b>	<b>37.37%</b>	<b>36.81%</b>
面包	37.70%	38.00%	37.85%	37.43%	36.84%
月饼	37.09%	41.44%	39.51%	39.34%	40.10%
粽子	43.26%	47.02%	46.63%	45.64%	46.43%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据以上关键假设，预计 19-21 年公司营收 56.44、67.40、81.59 亿元，同比增速 16.77%/19.43%/21.05%，净利润 6.83、8.63、10.09 亿元，同比增速 6.37%/26.28%/17.01%，每股收益 1.04、1.31、1.53 元。

**可比公司选择：选择元祖股份、麦趣尔、达利食品作为可比公司。**①从主营业务来看，三家公司均以烘焙业务为主业，元祖股份是一家专业生产蛋糕、月饼、中西式糕点等烘焙产品的全国连锁经营企业，麦趣尔以乳制品、烘焙食品制造、分销及烘焙连锁门店为核心业态，达利食品是中国领先的休闲食品及饮料公司，2019 年初正式进军短保面包行业，主营业务与桃李面包有可比性。②从行业地位来看，三家公司均是品牌力较强的烘焙领域头部企业，与烘焙细分领域短保面包龙头桃李面包具备可比性。综上，三家公司具备可比

性。

**投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**

公司的管理层颇有远见，致力于实现“桃李满天下”的发展目标，管理上注重激励每位公司员工，从 2017 年到 2021 年实行五期员工持股计划，前三期顺利已经完成，2020 年第四期员工持股计划于 2 月 21 日完成，员工购买总股本的 1.76%，在全员持股的道路上更进一步。在此次员工持股计划实行前期，原董事长吴志刚在股价低点减持总股本的 2%，用于支持持股计划顺利完成，作为桃李面包的创始人，老董事长的战略远见为公司的长远发展奠定了基础，同时当前公司优秀的管理层将为其发展赋能，看好公司长期发展。

预计 19-21 年公司净利润 6.83、8.63、10.09 亿元，同比增速 6.37%/26.28%/17.01%，每股收益 1.04、1.31、1.53 元。我们认为 PEG 估值更能反映行业估值水平，参照可比公司 PEG 估值均值(2020 年 1.26XPEG)，考虑到公司短保面包龙头的地位，应享受一定的估值溢价，给予公司 20 年 1.54XPEG，对应 20 年 26%业绩增速，20 年 40X 估值，对应目标价 52.4 元，较 2020 年 2 月 21 日收盘价上涨空间 28%，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值情况

	市值（亿元）	PE		PEG	
		2020E	2021E	2020E	2021E
元祖股份	40.37	11.63	10.11	0.6	0.67
麦趣尔	16.42	-	-	-	-
达利食品	774	16.31	15.25	1.91	2.2
均值	276.93	13.97	12.68	1.26	1.44

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 风险提示

**市场拓展不及预期：**公司全国化渠道布局还未实现，空白市场拓展存在诸多不确定性，若市场扩张不及预期，则会影响公司业绩增长表现。

**公司产能投放不及预期：**公司目前产能利用率较高，产能建设进程受资金投入、疫情等因素影响，若产能建设进度不及预期，公司销售将会受产能限制。

**成本大幅上升风险：**公司上游原材料包括面粉、砂糖等，若主要原材料面粉价格大幅上涨将会影响公司盈利能力。

**行业竞争恶化：**目前行业新进入者较多，若行业竞争恶化引发价格战，将不利于行业及公司的健康发展，影响公司扩展进度及盈利情况。

**食品安全问题：**食品安全将影响公司乃至整个行业的发展进程，一旦出现食品安全事故，行业的竞争格局将会出现变化。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,359.73	1,424.24	1,846.54	2,100.91	2,395.70
应收票据及应收账款	332.50	429.38	441.73	596.76	670.77
预付账款	33.78	21.79	42.69	39.70	58.17
存货	98.04	109.77	139.22	161.36	204.61
其他	44.44	55.05	44.83	62.48	55.79
<b>流动资产合计</b>	<b>1,868.50</b>	<b>2,040.23</b>	<b>2,515.00</b>	<b>2,961.20</b>	<b>3,385.04</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,104.26	1,276.89	1,297.71	1,314.52	1,315.92
在建工程	159.79	140.09	120.06	120.03	102.02
无形资产	237.41	275.99	269.25	262.52	255.78
其他	156.48	177.35	154.03	127.22	123.18
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,657.94</b>	<b>1,870.31</b>	<b>1,841.05</b>	<b>1,824.29</b>	<b>1,796.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,526.44</b>	<b>3,910.54</b>	<b>4,356.05</b>	<b>4,785.49</b>	<b>5,181.94</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	243.62	318.39	315.00	461.54	495.94
其他	113.90	169.40	143.58	157.11	188.27
<b>流动负债合计</b>	<b>357.52</b>	<b>487.78</b>	<b>458.58</b>	<b>618.65</b>	<b>684.21</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.14	1.33	9.21	7.89	6.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>13.14</b>	<b>1.33</b>	<b>9.21</b>	<b>7.89</b>	<b>6.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>370.66</b>	<b>489.12</b>	<b>467.79</b>	<b>626.55</b>	<b>690.36</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	470.63	470.63	658.88	658.88	658.88
资本公积	1,227.49	1,227.49	1,227.49	1,227.49	1,227.49
留存收益	2,685.15	2,950.80	3,229.38	3,500.07	3,832.71
其他	(1,227.49)	(1,227.49)	(1,227.49)	(1,227.49)	(1,227.49)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,155.78</b>	<b>3,421.43</b>	<b>3,888.26</b>	<b>4,158.95</b>	<b>4,491.59</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,526.44</b>	<b>3,910.54</b>	<b>4,356.05</b>	<b>4,785.49</b>	<b>5,181.94</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	513.28	642.15	683.05	862.57	1,009.26
折旧摊销	134.18	147.26	65.95	69.95	73.35
财务费用	1.15	0.00	(12.58)	(15.18)	(17.29)
投资损失	2.07	(30.46)	(9.80)	(12.73)	(17.66)
营运资金变动	152.26	38.39	(50.49)	(6.27)	(61.20)
其它	(149.80)	5.89	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>653.15</b>	<b>803.22</b>	<b>676.14</b>	<b>898.34</b>	<b>986.46</b>
资本支出	377.28	329.41	52.12	81.32	51.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(695.13)	(691.07)	(102.32)	(148.59)	(84.08)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(317.85)</b>	<b>(361.66)</b>	<b>(50.20)</b>	<b>(67.27)</b>	<b>(32.34)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	724.66	10.39	200.83	15.18	17.29
其他	(141.38)	(387.44)	(404.47)	(591.89)	(676.62)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>583.28</b>	<b>(377.05)</b>	<b>(203.64)</b>	<b>(576.71)</b>	<b>(659.32)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>918.57</b>	<b>64.51</b>	<b>422.29</b>	<b>254.37</b>	<b>294.80</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,079.71</b>	<b>4,833.23</b>	<b>5,643.70</b>	<b>6,740.18</b>	<b>8,159.04</b>
营业成本	2,541.62	2,915.60	3,510.19	4,221.11	5,155.41
营业税金及附加	54.16	63.53	72.70	88.30	106.41
营业费用	756.65	998.76	1,128.74	1,213.23	1,468.63
管理费用	82.05	88.76	114.29	129.44	156.42
研发费用	5.08	5.65	6.62	7.93	9.72
财务费用	(4.28)	(10.39)	(12.58)	(15.18)	(17.29)
资产减值损失	4.92	10.35	5.24	5.93	6.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.07)	30.46	9.80	12.73	17.66
其他	(9.79)	(93.55)	(19.59)	(25.46)	(35.33)
<b>营业利润</b>	<b>651.37</b>	<b>824.06</b>	<b>828.29</b>	<b>1,102.15</b>	<b>1,290.80</b>
营业外收入	9.20	10.05	15.04	11.43	12.17
营业外支出	2.34	9.67	6.02	6.01	7.23
<b>利润总额</b>	<b>658.24</b>	<b>824.44</b>	<b>837.32</b>	<b>1,107.58</b>	<b>1,295.75</b>
所得税	144.96	182.29	185.76	245.00	286.49
<b>净利润</b>	<b>513.28</b>	<b>642.15</b>	<b>651.55</b>	<b>862.57</b>	<b>1,009.26</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>513.28</b>	<b>642.15</b>	<b>683.05</b>	<b>862.57</b>	<b>1,009.26</b>
每股收益(元)	0.78	0.97	1.04	1.31	1.53

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.42%	18.47%	16.77%	19.43%	21.05%
营业利润	20.68%	26.51%	0.51%	33.06%	17.12%
归属于母公司净利润	17.85%	25.11%	6.37%	26.28%	17.01%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.70%	39.68%	37.80%	37.37%	36.81%
净利率	12.58%	13.29%	12.10%	12.80%	12.37%
ROE	16.26%	18.77%	17.57%	20.74%	22.47%
ROIC	35.70%	38.65%	36.61%	44.84%	51.37%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	10.51%	12.51%	10.74%	13.09%	13.32%
净负债率	-43.09%	-41.63%	-47.49%	-50.52%	-53.34%
流动比率	5.23	4.18	5.48	4.79	4.95
速动比率	4.95	3.96	5.18	4.53	4.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.31	12.69	12.96	12.98	12.87
存货周转率	44.95	46.51	45.33	44.85	44.59
总资产周转率	1.38	1.30	1.37	1.47	1.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.78	0.97	1.04	1.31	1.53
每股经营现金流	0.99	1.22	1.03	1.36	1.50
每股净资产	4.79	5.19	5.90	6.31	6.82
<b>估值比率</b>					
市盈率	52.49	41.96	39.44	31.23	26.69
市净率	8.54	7.87	6.93	6.48	6.00
EV/EBITDA	22.53	21.53	28.29	21.36	18.13
EV/EBIT	26.36	24.98	30.58	22.74	19.18

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com