

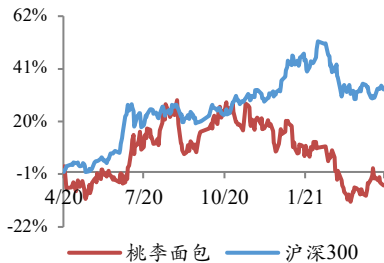
内生动力源自管理壁垒，成长空间逐步兑现

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-04-26

收盘价(元)	48.69
近12个月最高/最低(元)	66.11/45.33
总股本(百万股)	680
流通股本(百万股)	680
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	331
流通市值(亿元)	331

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com

相关报告

主要观点：

- 摘要：2011-2020年，桃李量利增速20%左右，远快于行业，短保龙头地位基本确立。**烘焙行业景气度高，份额分散，公司凭借规模和效率优势将长期享受总量增长与集中度提升的双重红利。全国化布局加速推进，短期的固定资产投资产出错配压制资产回报水平。然而，公司的高周转运营模式已充分验证，短保渠道管理能力具备竞争壁垒，华东、华南等重点销区的培育即将收获，效率到效益的转化值得期待。建议增持。
- 短保烘焙快速发展，桃李模式享受红利**
我国烘焙市场迅速扩张，烘焙产品零售额接近2,400亿，其中面包零售额超过400亿元。增速常年保持10%以上。对比日本新加坡的人均消费量，我国面包市场规模约有3倍，对应1,200亿的提升空间。其中，短保面包依靠新鲜健康优势将对中长保形成部分替代，对早餐场景的充分渗透夯实消费基础，预测规模将从160亿增至360亿。与连锁店相比，桃李为代表的“中央工厂+批发”模式利用规模化成本优势和标准化生产工艺实现快速扩张，现阶段更具高速发展潜力。
- 生产研发业内领先，打造产品竞争力**
公司生产设备先进，生产线自动化和现场管理精细化的推广提升生产效率，成本端竞争优势不断增强。公司加强研发能力建设，加快产品更新速度，满足消费者多样化的需求。产品竞争力推动品牌知名度及影响力强劲增长，2020年桃李品牌消费者触及数达到2.57亿，在食品品牌中位列第一。
- 渠道高周转能力铸就壁垒，终端细作发掘增长空间**
公司针对短保业务特点打造以销定产、渠道细分、物流分级的运营模式，实现供应链高速周转，10%以内退货率业界领先。公司加强对下沉市场的覆盖力度，精心组织的经销商队伍构成对中长保品牌的竞争壁垒。在稳固现代渠道合作的同时，夫妻小店成为公司渠道深耕的方向，有望成为公司获取下沉市场消费群体、实现销量突破的重要窗口。
- 疫情不改长期向好，重点市场加速布局**
疫情爆发增厚1Q20业绩，但导致学生、旅客等重要客群消费频次下降，拖累全年营收增长。全国化布局带来的固定资产投资产出错配影响致使资产周转率不断下行，但人员效率始终处于上行通道。公司凭借生产、配送的效率优势，最终将实现效率到效益的转化。分区域看，东北、华北稳健增长，积极发掘下沉市场。华东、华南、西南潜力较大，产能布局提速，是重点攻坚方向。西北、华中留待后期发力。
- 投资建议**
首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计2021-2023年公司营收67.71、77.53、90.22亿元，同比增长14%/14%/16%，归母净利润为9.58、10.98、13.18亿元，同比增长8%/15%/20%，EPS分别为1.41、1.61、1.94，对应PE分别为33.64、29.34、24.44，给予“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨风险，食品安全风险，产能建设不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5963	6771	7753	9022
收入同比 (%)	5.7%	13.5%	14.5%	16.4%
归属母公司净利润	883	958	1098	1318
净利润同比 (%)	29.2%	8.5%	14.6%	20.1%
毛利率 (%)	30.0%	29.3%	29.3%	29.8%
ROE (%)	18.3%	17.0%	16.6%	17.1%
每股收益 (元)	1.30	1.41	1.61	1.94
P/E	45.53	33.64	29.34	24.44
P/B	8.32	5.72	4.88	4.18
EV/EBITDA	32.23	34.68	30.32	25.04

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

一、深耕烘焙赛道，领跑短保面包行业.....	6
1.1 公司是我国工业烘焙领域的领航者.....	6
1.2 家文化色彩浓厚，员工持股实现利益绑定.....	6
1.3 专注短保面包，产销持续两旺.....	7
1.4 产能布局不断完善，新老市场协同发力.....	9
1.5 内生成长性良好，盈利水平稳定.....	11
二、短保烘焙快速发展，桃李模式享受红利.....	12
2.1 我国烘焙市场景气度高.....	12
2.2 短保是烘焙市场最具潜力的细分赛道.....	15
2.3 中央工厂+批发模式竞争优势明显.....	17
三、生产研发业内领先，打造产品竞争力.....	19
四、渠道高周转能力铸就壁垒，终端细作发掘增长空间.....	21
五、疫情不改长期向好，重点市场加速布局.....	25
六、盈利预测与投资建议.....	29
6.1 盈利预测.....	29
6.2 投资建议.....	31
风险提示：.....	31
财务报表与盈利预测.....	32

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构	7
图表 3 公司主要产品线	7
图表 4 面包及糕点销售收入占比达到 98%	8
图表 5 面包及糕点毛利额占比达到 98%	8
图表 6 面包及糕点产量变化 (单位: 万吨)	8
图表 7 面包及糕点销量变化 (单位: 万吨)	8
图表 8 产品总销量持续增长 (单位: 万吨)	9
图表 9 产品单价稳中略降 (单位: 元/吨)	9
图表 10 公司全国产能布局情况	9
图表 11 公司产能规划	10
图表 12 北方区域构成营收主要来源 (单位: 亿元)	10
图表 13 东北和华北营收占比达到 60%	10
图表 14 营收和净利润保持较高增速 (单位: 亿元)	11
图表 15 毛利率稳中有升, 净利率基本稳定	12
图表 16 销售费用率持续攀升	12
图表 17 我国烘焙市场预测增速国际领先	12
图表 18 我国烘焙食品和面包零售额长期保持 10% 以上增长	13
图表 19 烘焙食品增速量价拆分	13
图表 20 面包增速量价拆分	13
图表 21 我国烘焙产品和面包年人均消费偏低 (单位: 千克/人)	14
图表 22 日本家庭面包消费占比持续提升	14
图表 23 新加坡家庭面包消费占比持续提升	14
图表 24 90 后已成为面包蛋糕的消费主力(2017 年)	15
图表 25 我国在校大学生人数快速增长 (单位: 万人)	15
图表 26 我国烘焙市场份额较为分散	15
图表 27 面包按保质期分类	16
图表 28 消费者对于烘焙食品的新鲜与健康诉求越来越高	16
图表 29 短保烘焙目前市场份额较小但保持增长 (2018 年)	16
图表 30 生活节奏加快压缩早餐时间	17
图表 31 面包已成为最受欢迎的早餐选择之一	17
图表 32 主营长保产品的达利园品牌市场份额逐步下滑 (单位: %)	17
图表 33 短保烘焙行业商业模式对比	18
图表 34 克莉斯汀线下门店数量变化	18
图表 35 巴黎贝甜中国门店数增速放缓	18
图表 36 巴黎贝甜中国业务持续亏损 (单位: 亿韩元)	18
图表 37 公司生产线以进口为主	19
图表 38 公司生产效率不断提升 (单位: 元/吨)	19
图表 39 公司研发投入提速	20

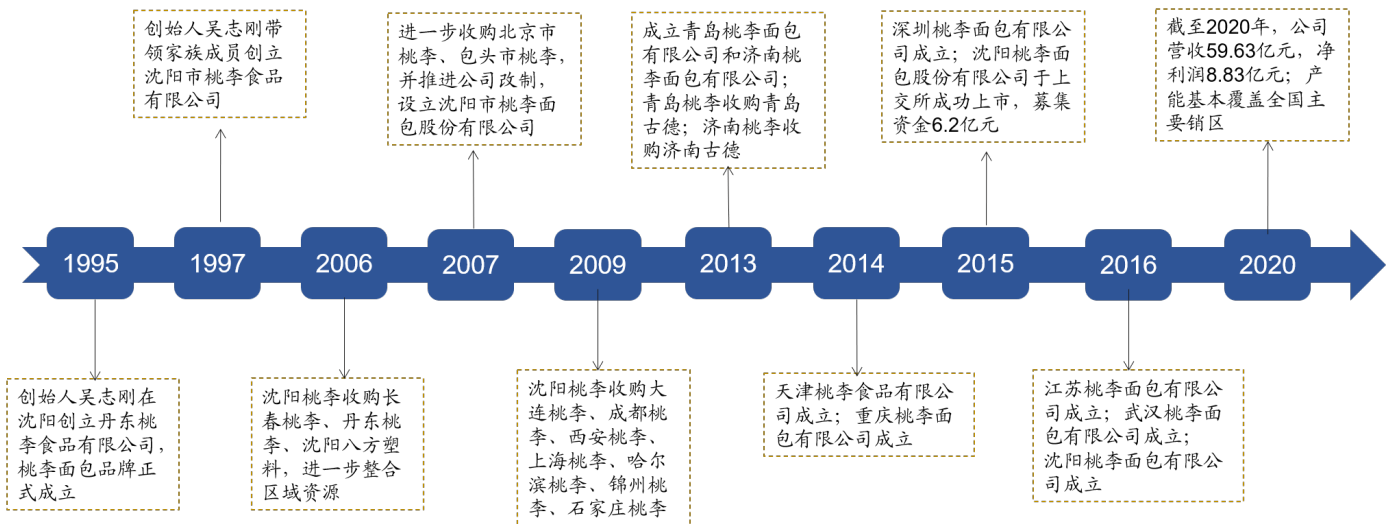
图表 40 公司近三年推出的新品	20
图表 41 桃李品牌消费者触及数量保持高速增长	21
图表 42 公司建立完善的供应链体系支撑业务发展	21
图表 43 公司业务的经销比重逐步上升	22
图表 44 公司经销商区域分布情况	22
图表 45 烘焙产品零售额中传统渠道占比超过一半	23
图表 46 便利店零售额保持增长但体量仍小	23
图表 47 传统小店零售额增长放缓但规模巨大	24
图表 48 公司销售终端数量保持增长	24
图表 49 单个终端年进货额有所下降 (单位: 万元)	24
图表 50 公司物流费用率是销售费用率上行的主要原因	25
图表 51 企业的物流配送率比较	25
图表 52 2020Q1 营收全年占比偏高	25
图表 53 2020Q1 净利润全年占比偏高	25
图表 54 疫情影响下铁路客运数同比大幅下滑 (单位: 亿人)	26
图表 55 公司资产周转率是 ROE 下滑的主要原因	26
图表 56 人员效率处于上升通道 (单位: 万元)	26
图表 57 北方区域销售收入增速放缓但仍保持 15%左右 (单位: 亿元)	27
图表 58 东北盈利水平稳中有升	27
图表 59 华北毛利率略有波动, 净利率稳定	27
图表 60 华东、华南、西南有望成为业务新增长点 (单位: 亿元)	28
图表 61 西南净利水平遥遥领先但略有下滑	28
图表 62 华东处于微利水平	28
图表 63 华南毛利率爬坡, 短期有望扭亏为盈	28
图表 64 西北保持增长, 华中开始放量 (单位: 亿元)	29
图表 65 西北盈利水平整体向上	29
图表 66 公司营收按业务拆分预测 (单位: 百万元)	29
图表 67 公司营收按区域拆分预测 (单位: 百万元)	30
图表 68 公司盈利能力预测	31

一、深耕烘焙赛道，领跑短保面包行业

1.1 公司是我国工业烘焙领域的领航者

20世纪90年代烘焙消费兴起，1995年，创始人吴志刚率领多名家族成员于沈阳成立沈阳市桃李面包有限公司，即桃李面包股份有限公司的前身。公司牢牢把握行业发展的先机，坚持高性价比的品牌理念及“中央工厂+批发”的运营模式，依托先进的自动化生产能力、渠道建设以及品牌效应等优势，迅速抢占市场，整体市占率居行业前列，成为国内短保面包的龙头企业。公司业务起源于东北地区，随着产能布局的全国化推进，业务逐步覆盖东北、华北、华东、西南、西北以及华中7大区域，现有面包、月饼以及粽子产能共计35万吨。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网、招股说明书，华安证券研究所

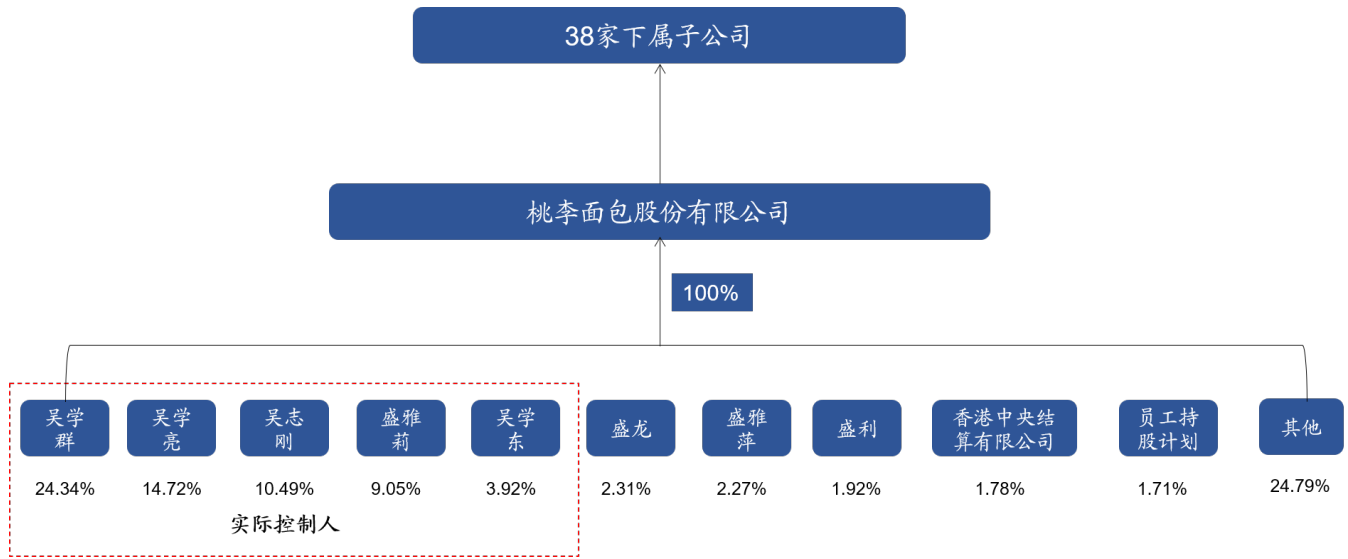
1.2 家文化色彩浓厚，员工持股实现利益绑定

创始人拥有公司绝对控制权，家族成员持股占比达70%。公司第一大股东为创始人吴学群，持股比例达24.34%。实际控制人为吴学群、吴学亮、吴志刚、盛雅莉、吴学东5人，合计持股比例高达62.52%。吴学群、吴学亮、吴志刚、盛雅莉和吴学东系家族成员，其中吴学群、吴学亮和吴学东为兄弟关系，吴志刚和盛雅莉是三人的父母。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妹关系。公司是典型的家族企业。

公司通过持股计划绑定员工利益。公司的第十大股东是为了激励员工而设立的员工持股计划，合计持股占总股本的1.71%。截至目前，公司共推出了4期员工持股计划。其中第一期为2017年开始实施，累计买入股票260,582股，占公司总股本的0.04%；第二期2018年开始实施，累计买入股票183,820股，占公司总股本的0.028%；第三期2019年开始实施，累计买入股票260,000股，占公司总股本的0.04%；第四期2020年开始实施，累计买入公司股票1,1597,640股，占公司总股本1.76%。公司频繁发起员工持股计划，体现了公司重视对员工的激励与培养，深

度绑定的关系使得员工愿意以业绩回报公司。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 专注短保面包，产销持续两旺

深度聚焦短保面包赛道，匠心打造短保面包品牌“桃李”。公司主要产品包括面包、月饼和粽子三类。其中核心产品为桃李品牌的面包，包括软式面包、起酥面包、调理面包 3 大系列 30 多个品种；月饼和粽子为针对传统节日开发的节日食品，具有一定的季节性，但该补充业务进一步优化了公司的产品结构，有助于拓展业绩空间。

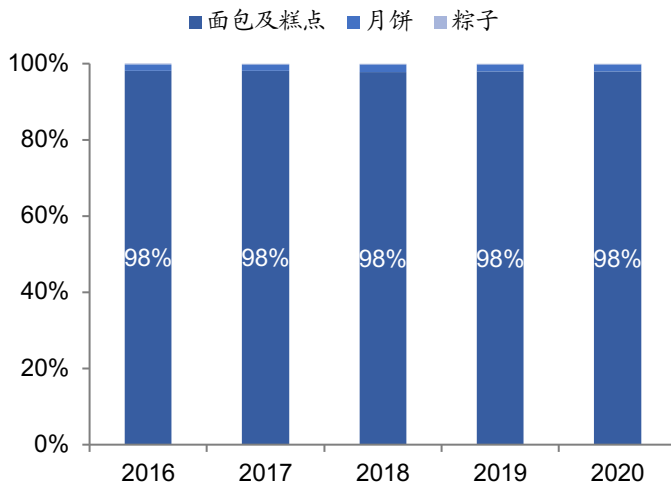
图表 3 公司主要产品线

种类	品种	主要产品
烘焙食品	面包	
节日食品	月饼	
	粽子	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

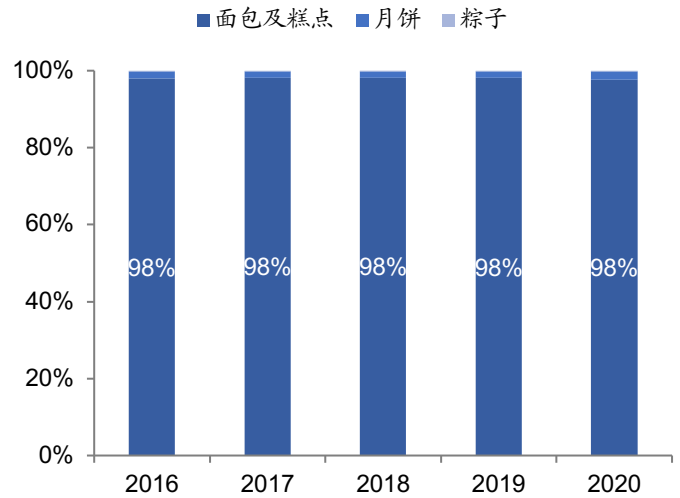
销售收入主要来源于面包，月饼、粽子作为具有季节性的补充业务。2016-2020 年间，公司面包及糕点业务的销售收入和毛利额占比均达到 98% 左右。月饼和粽子作为公司的补充性业务，销售与毛利额占比较小，合计 2% 左右。

图表 4 面包及糕点销售收入占比达到 98%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

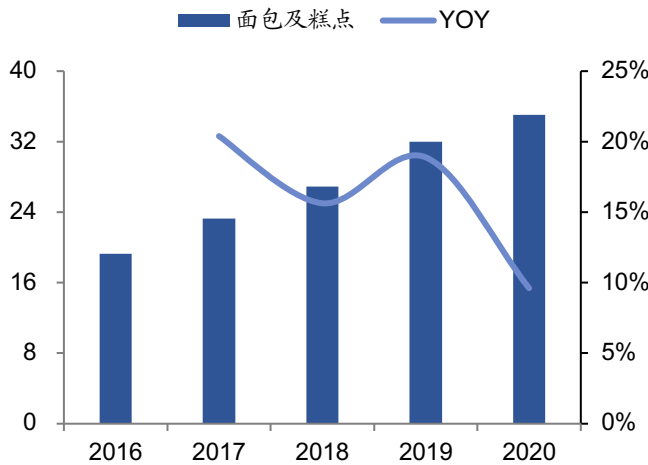
图表 5 面包及糕点毛利额占比达到 98%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

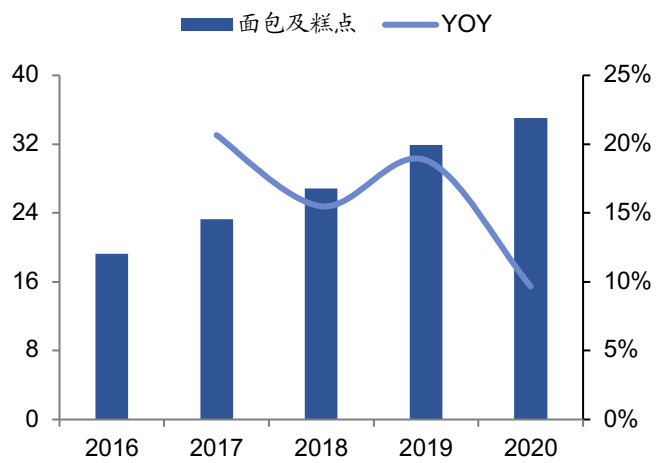
产销两旺，市场竞争力强。公司面包及糕点的产量和销量均呈现平稳上升的趋势，并且在公司“以产定销”的经营策略下，产销比接近 100%。产销量从 2016 年的 19 万吨快速增长到了 2020 年的 35 万吨，期间 CAGR 为 16%，彰显公司产能扩张和市场开拓能力。

图表 6 面包及糕点产量变化 (单位: 万吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

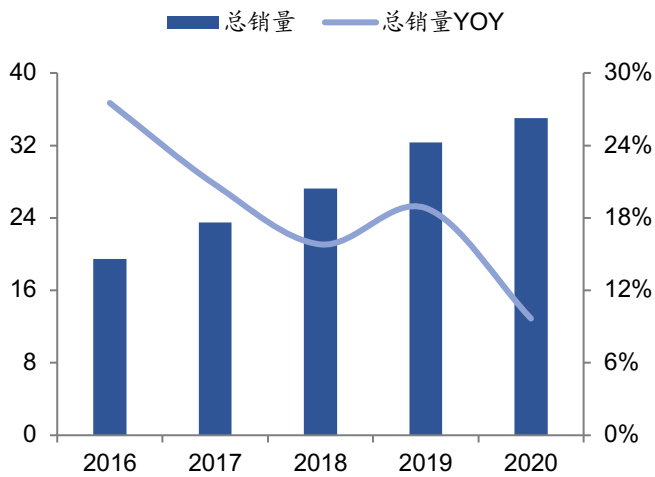
图表 7 面包及糕点销量变化 (单位: 万吨)



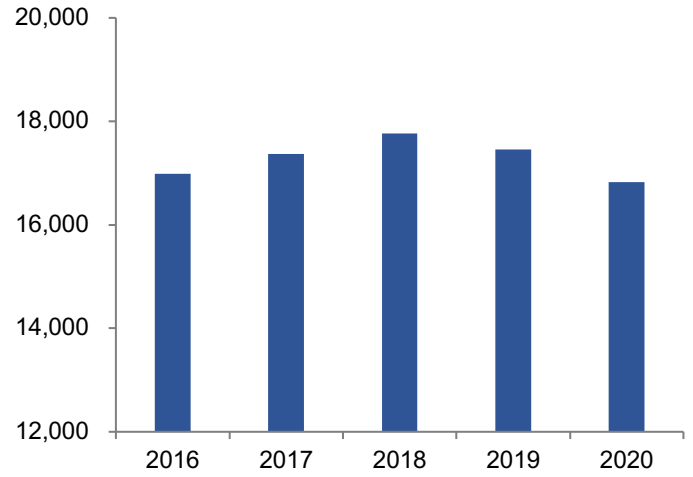
资料来源：公司公告，华安证券研究所

营收增长主要由销量驱动，产品单价基本平稳。近五年公司销量增速整体保持在 15% 以上，2020 年疫情显著减少短保面包的校园和旅途消费频次，销量增速不及 10%。公司主要依靠高性价比产品抢占市场份额，近五年产品单价稳定在 17,000 元/吨水平。

图表 8 产品总销量持续增长 (单位: 万吨)



图表 9 产品单价稳中略降 (单位: 元/吨)



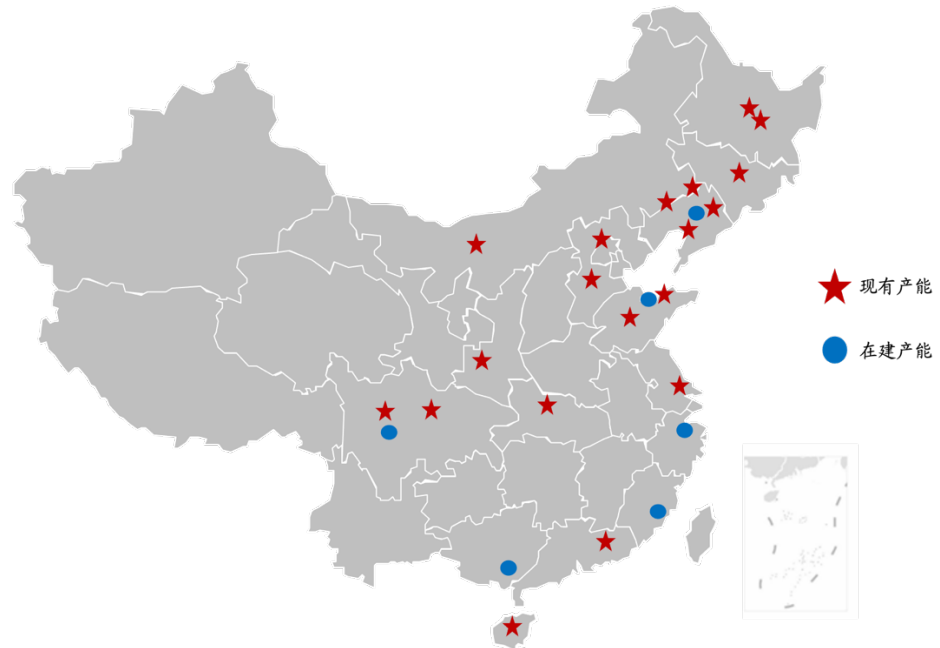
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.4 产能布局不断完善, 新老市场协同发力

产能扩张计划明确, 全国化布局稳步推进。截至 2020 年底, 公司拥有 19 个生产基地, 产能 35 万吨左右。具体分布在哈尔滨、石家庄、北京、天津、重庆、武汉、山东等地, 集中在东北和华北地区, 而华东、华南和西南地区的产能布局相对较为薄弱。短保面包行业具备保质期短、运输频次较高等特点, 存在 200-300 公里的运输距离限制, 因此公司不断推进产能和配套基础设施建设, 从而支撑公司业务在更多区域深入发展。

图表 10 公司全国产能布局情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

产能扩张进入快车道, 聚焦区域产能协调发展。公司在注重传统优势地区的

产能更新的同时，聚焦华东、华中、西南、华南的产能扩张。未来 2 年内，预计公司总产能接近 50 万吨，并计划在长春、泉州、广西、河南继续新建工厂。

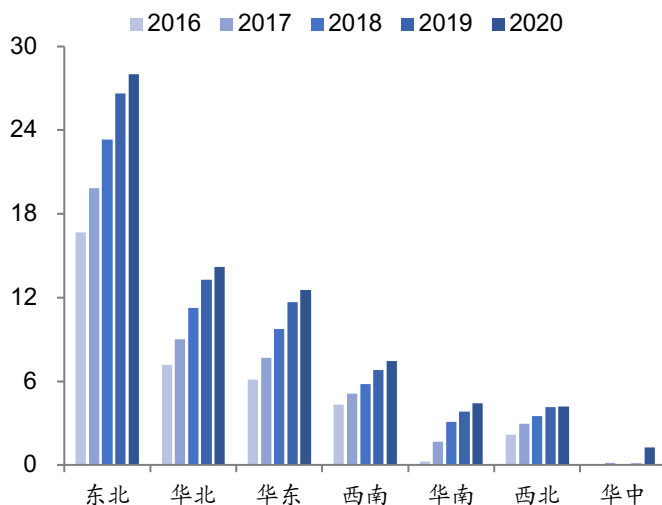
图表 11 公司产能规划

项目名称	资金来源	产能 (万吨)	投产时间
武汉桃李烘焙食品生产项目	2017 年定向增发	2.00	2019.11
山东桃李面包有限公司烘焙食品生产项目	2017 年定向增发	2.12	2020.02
江苏桃李面包 (句容) 生产基地项目	2019 年发行可转债	2.20	2021.03
沈阳桃李面包系列产品生产基地项目	2015 年 IPO	6.00	2021.06
浙江桃李面包有限公司生产基地建设项目	2019 年发行可转债	4.28	2021.09
四川桃李面包有限公司烘焙食品生产项目	2019 年发行可转债	2.50	2021.12
青岛桃李面包烘焙食品生产基地项目	2019 年发行可转债	2.81	2022.06

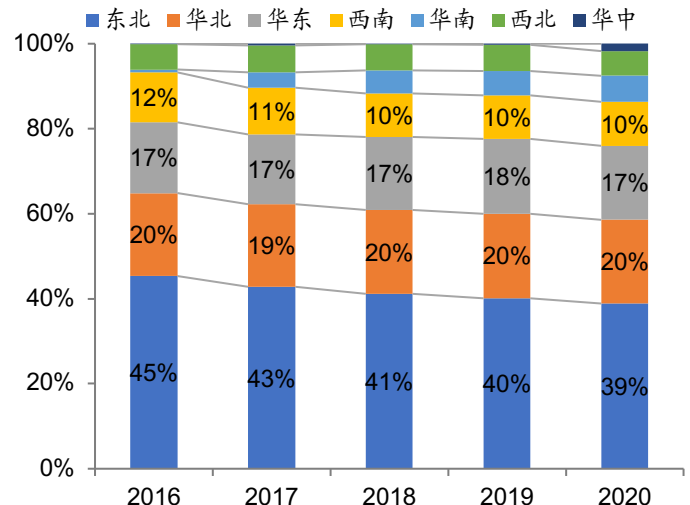
资料来源：公司公告，华安证券研究所

销售收入总体北高南低，东北遥遥领先。东北是为公司产品的传统强势区，2020 年营收超过 28 亿，占比接近 40%，超过华北、华东营收一倍以上。东北市场渗透率接近饱和，增长空间有限，公司业务增量更依赖于对人口密集、消费能力强的华东、华南、西南、华中地区的拓展，随着新增产能在上述区域的落地，营收占比有望持续攀升。

图表 12 北方区域构成营收主要来源 (单位：亿元)



图表 13 东北和华北营收占比达到 60%



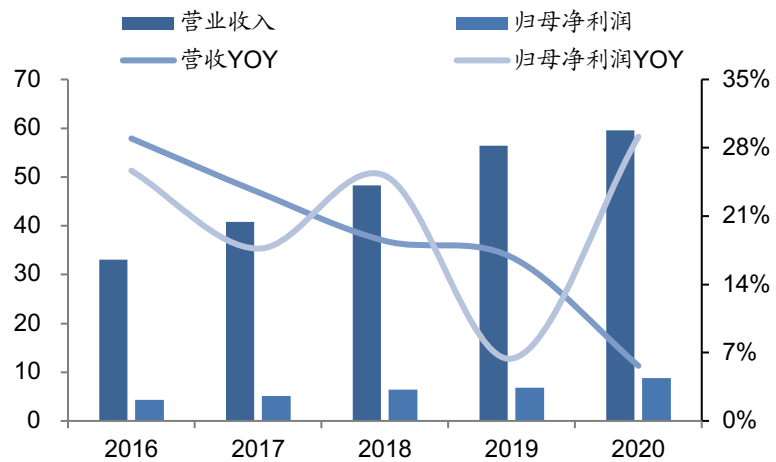
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所 (注：未考虑内部抵消)

1.5 内生成长性良好，盈利水平稳定

经营状况稳定，量利较快增长。（1）公司营业收入从 2016 年的 33.05 亿元增长到了 2020 年的 59.63 亿元，期间 CAGR 为 16%，保持较快增速，2020 年疫情反复影响短保面包消费，同比增长 6% 左右。（2）公司归母净利润从 2016 年的 4.36 亿提高到 2020 年的 8.82 亿，期间 CAGR 为 20%，整体呈现波动上升的态势。2019 年净利润增速放缓，由于为做好华东、华南等区域的市场培育，为新建产能迅速放量打好基础，公司增强市场推广力度，同时远距离调货加大运输费用开支。

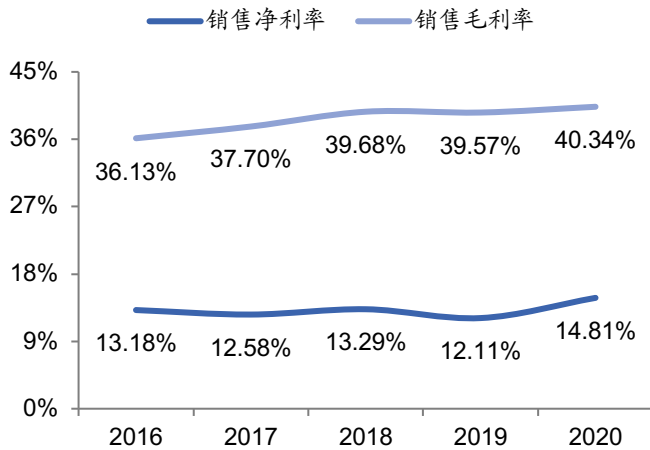
图表 14 营收和净利润保持较高增速（单位：亿元）



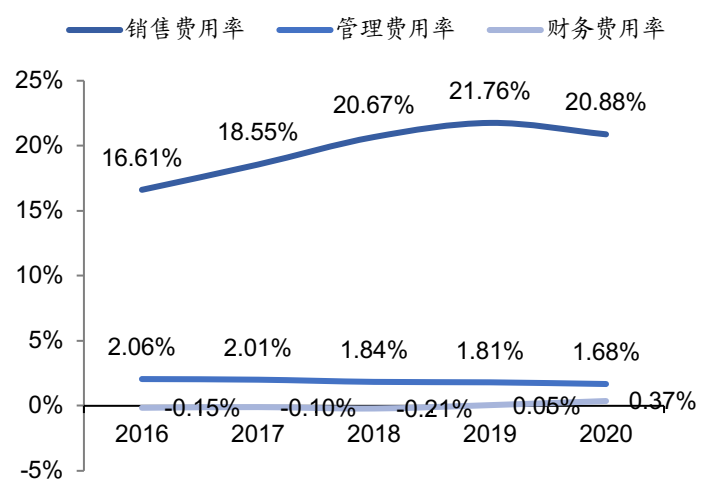
资料来源：公司公告，华安证券研究所

毛利率稳中有增，净利率基本稳定。随着规模效应逐步显现，公司生产组织效率和采购议价能力不断提升，毛利率从 2016 年的 36.13% 稳定增长至 2020 年的 40.34%，增幅达到 12%。（2020 年执行新收入准则，公司日常发生的“产品配送服务费”属于合同履行成本，在最终实现销售时转入主营业务成本，此项政策变更，影响公司毛利减少 72,825 万元；另外，2020 年公司固定资产折旧年限开始执行新的政策，此项会计估计政策的变更影响公司毛利增加 5,496 万元；同时，疫情以来，国家推出社保费用阶段性减免政策，该政策影响公司毛利增加 5,500 万元，为保持一致口径，2020 年毛利率剔除上述三项变化。）另一方面，期间费用率处于上升通道，主要由于公司全国化布局尚未完成，全网运输效率有待优化，运输费用以及门店投放等推动销售费用率上涨。2020 年疫情影响消费者对价格敏感性下降，促销减少叠加货车通行费减免政策，致使销售费用率出现下降。另外，管理费用率压控见效，财务费用率低位徘徊，综合来看净利率保持稳定。

图表 15 毛利率稳中有升，净利率基本稳定



图表 16 销售费用率持续攀升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

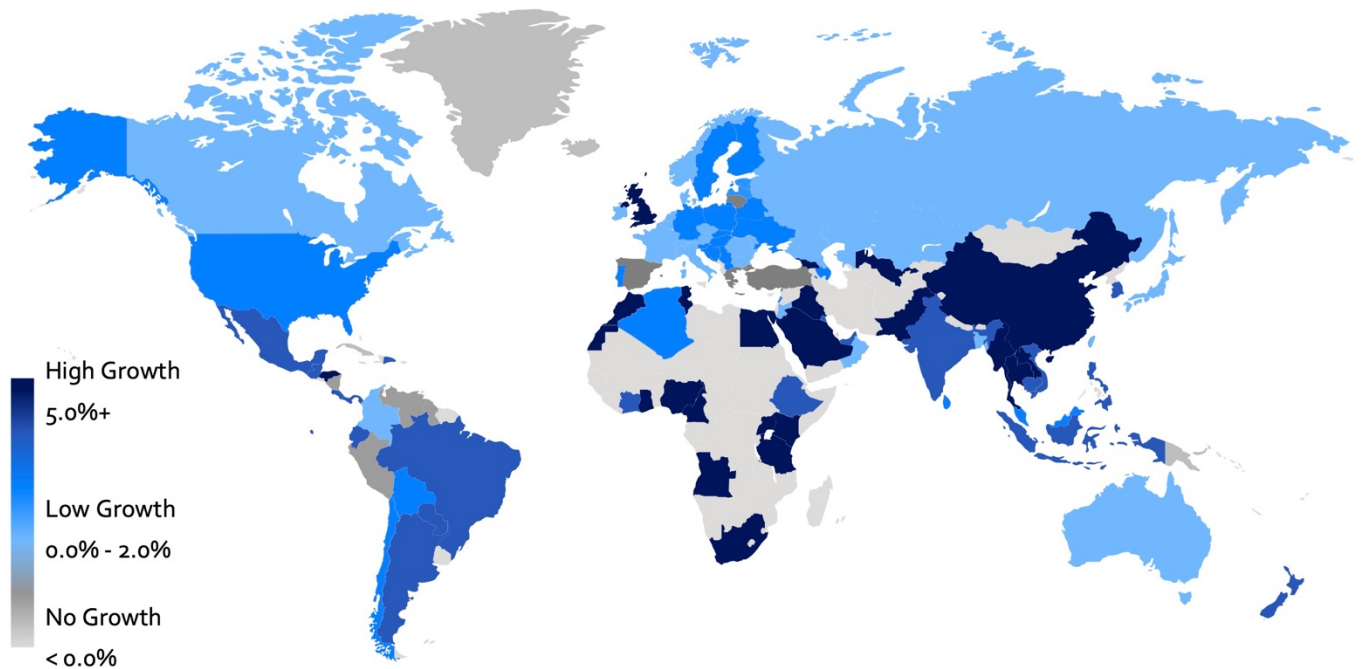
资料来源：公司公告，华安证券研究所

二、短保烘焙快速发展，桃李模式享受红利

2.1 我国烘焙市场景气度高

我国烘焙行业高景气持续。欧睿预测，由于产品升级与渠道繁荣刺激烘焙需求增长，驱动我国烘焙食品市场迅速扩张，未来平均增速将超过 5%，远超发达国家和其他新兴经济体。

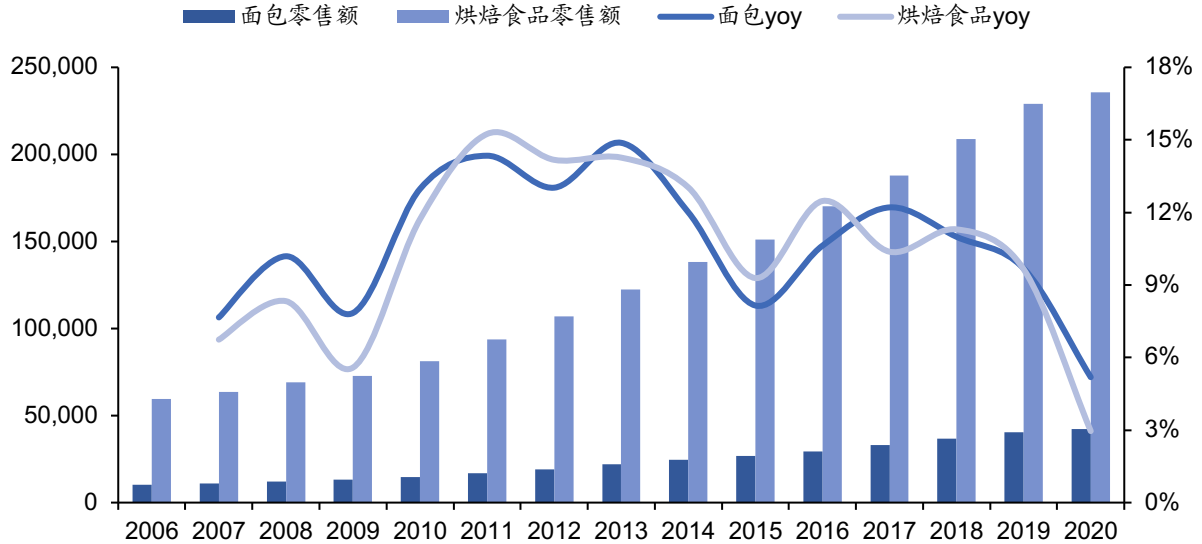
图表 17 我国烘焙市场预测增速国际领先



资料来源：欧睿，华安证券研究所

我国烘焙零售市场快速成长。烘焙食品以分类面包、蛋糕、糕点和甜点四类。从规模来看，烘焙产品零售额接近 2,400 亿规模，其中面包零售额超过 400 亿元。从增速来看，烘焙整体及面包零售额常年均保持 10% 以上增长。2020 年烘焙行业整体受到了一定的冲击，预计疫情稳定之后行业增速将回归到 10% 左右。

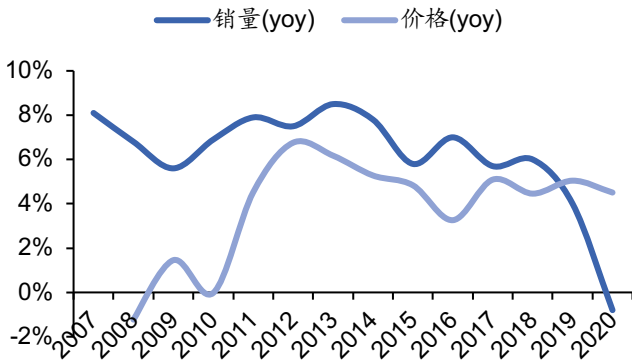
图表 18 我国烘焙食品和面包零售额长期保持 10% 以上增长



资料来源：欧睿，华安证券研究所

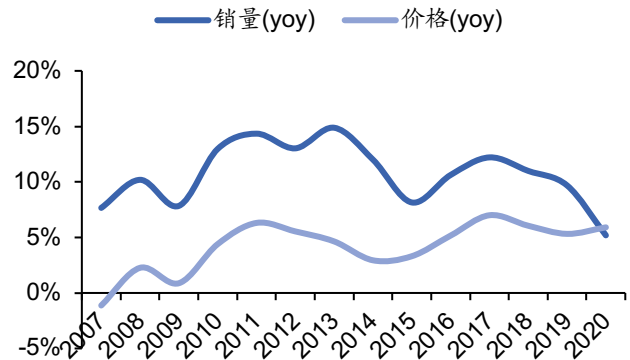
烘焙食品价格增长对于规模扩容的重要性凸显。烘焙食品及面包的零售额增长长期依赖销量拉动，但 2015 年开始销量贡献比例逐步下滑，相反价格增速则保持在 4-5% 区间。特别是 2020 年疫情严重压制烘焙消费，但市场价格继续提升。

图表 19 烘焙食品增速量价拆分



资料来源：欧睿，华安证券研究所

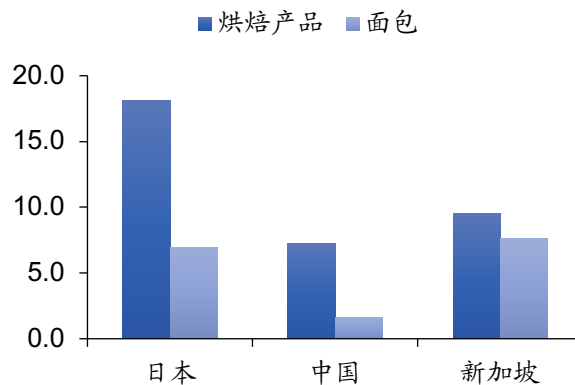
图表 20 面包增速量价拆分



资料来源：欧睿，华安证券研究所

我国烘焙人均消费偏低，市场规模还有很大增长空间。饮食习惯较为接近的日本，烘焙产品的人均消费量为 18.1 千克/人，新加坡 9.6 千克/人，我国仅 7.3 千克/人。具体至面包品类，我国年人均消费量更低，仅有 1.7 千克，而日本、新加坡均超过 7.0 千克。据此推算，我国面包市场规模约有 3 倍，对应 1,200 亿的提升空间。

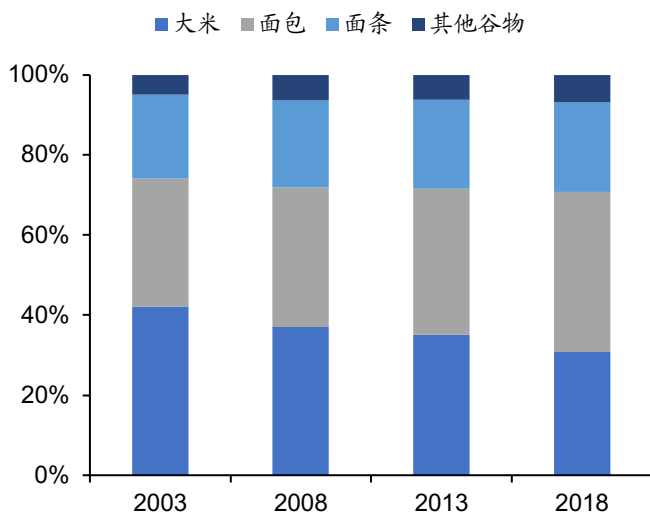
图表 21 我国烘焙产品和面包年人均消费偏低 (单位: 千克/人)



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

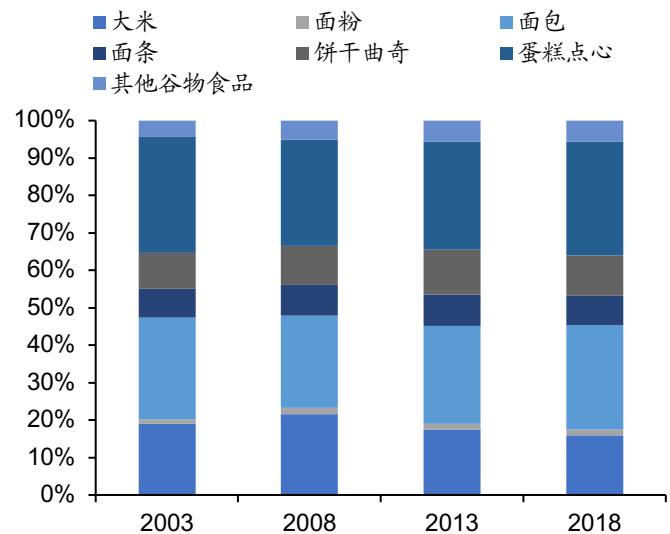
西式主食消费习惯影响持续且深远。日本和新加坡的烘焙消费渗透并未止步, 烘焙食品在家庭主食消费支出占比仍在增加, 如日本家庭主食消费中面包的比例从 2013 年 32% 的增长至 2018 年的 40%, 新加坡该比例则从 2013 年的 25% 增长至 2018 年的 28%。

图表 22 日本家庭面包消费占比持续提升



资料来源: 日本总务省统计局, 华安证券研究所

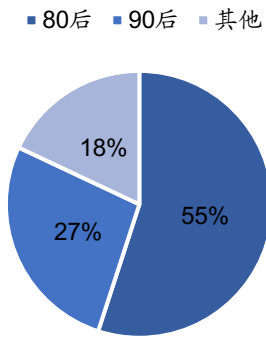
图表 23 新加坡家庭面包消费占比持续提升



资料来源: 新加坡统计局, 华安证券研究所

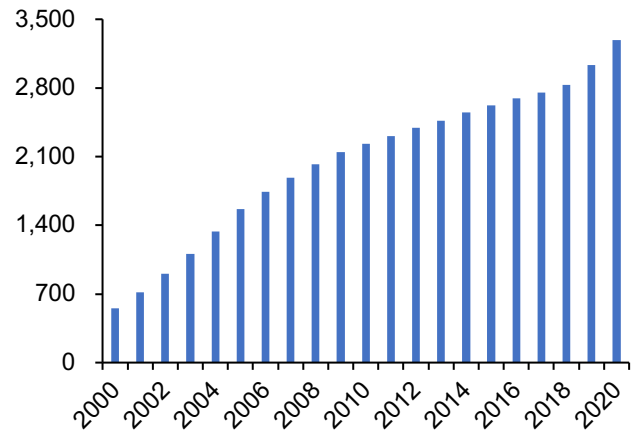
烘焙食品更受年轻一代青睐, 消费前景广阔。据 2017 年进行的一项调研结果显示, 面包和蛋糕的大部分销售额来自 80 后 (55%) 和 90 后 (27%) 人群。西式烘焙食品更受年轻消费者的喜爱。对他们来说, 面包不仅适合当作早餐, 也是下午茶不错之选。随着高等教育普及率提升, 我国在校大学生人数快速增长, 2020 年已接近 3,300 万人, 大学生已成为面包不可忽视的消费群体。学生时代培养的饮食习惯延续也将对面包消费基本盘形成有力支撑。

图表 24 90 后已成为面包蛋糕的消费主力(2017 年)



资料来源: Daxue consulting, 华安证券研究所

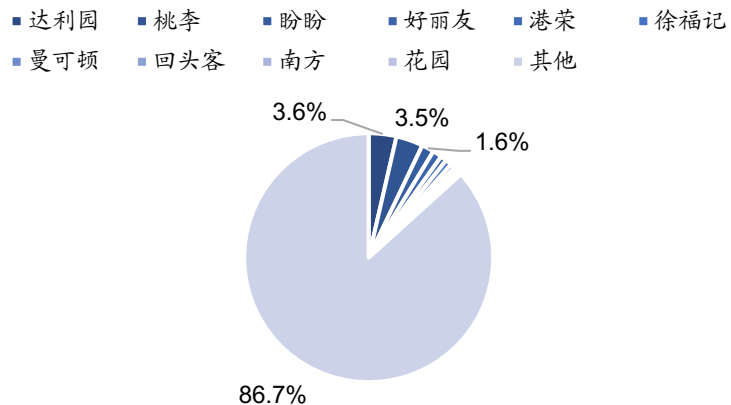
图表 25 我国在校大学生人数快速增长 (单位: 万人)



资料来源: 教育部, 华安证券研究所

烘焙行业竞争格局分散, 市场集中度仍有提升空间。烘焙领先企业达利园、桃李和盼盼的市场份额分别为 3.6%、3.5%和 1.6%, CR3 仅 8.7%, CR10 也只有 13.3%。行业处于发展早期阶段, 竞争格局尚未形成, 龙头企业发展空间广阔。

图表 26 我国烘焙市场份额较为分散



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

2.2 短保是烘焙市场最具潜力的细分赛道

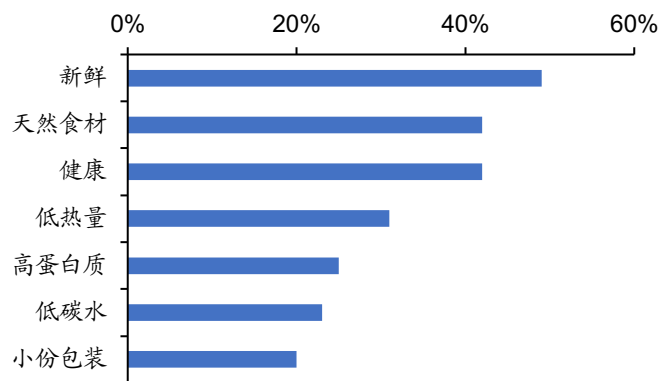
短保面包的新鲜健康优势将对中长保形成部分替代。通常将保质期在 6 个月以上的,为“长保”食品; 保质期在 30-45 天的,为“中保”食品; 保质期在 10 天以内为“短保”食品。新鲜、健康、口感好是短保烘焙食品比较明显的特点, 在健康意识的兴起和消费升级的推动下,只含有少量甚至不含防腐剂的“短保”烘焙产品已成为消费热门, 在代餐主食领域逐步替代中长保产品。

图表 27 面包按保质期分类

分类	保质期	消费属性	代表企业
长保	6 个月以上	休闲食品为主	达利, 盼盼, 好丽友
中保	30-45 天	主食兼休闲食品	港荣
短保	10 天以内	主食为主	桃李, 宾堡

资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

图表 28 消费者对于烘焙食品的新鲜与健康诉求越来越高

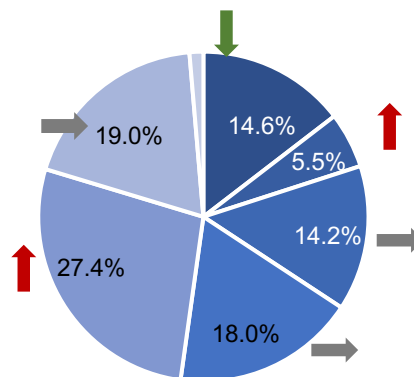


资料来源: 华经情报网, 华安证券研究所

短保烘焙保守估计有超过一倍的增长空间。据宇博咨询 2018 年的对烘焙市场的调研数据, 短保面包蛋糕市场规模 160 亿左右, 占比为 5.5%, 长保面包蛋糕市场规模 420 亿左右, 占比为 14.2%, 短保体量相比较小, 静态来看若替代 50% 的长保市场, 将形成 200 亿增量空间, 现有规模基础上翻一倍。

图表 29 短保烘焙目前市场份额较小但保持增长 (2018 年)

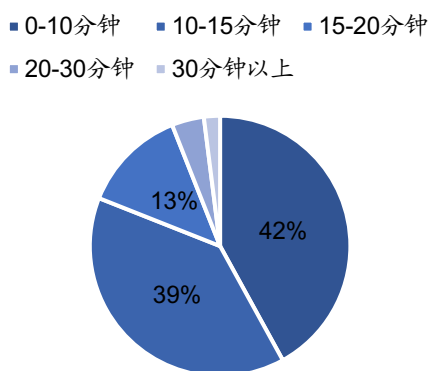
- 饼干曲奇
- 中式糕点
- 其他
- 短保面包蛋糕
- 烘焙店
- 长保面包蛋糕
- 西式快餐店



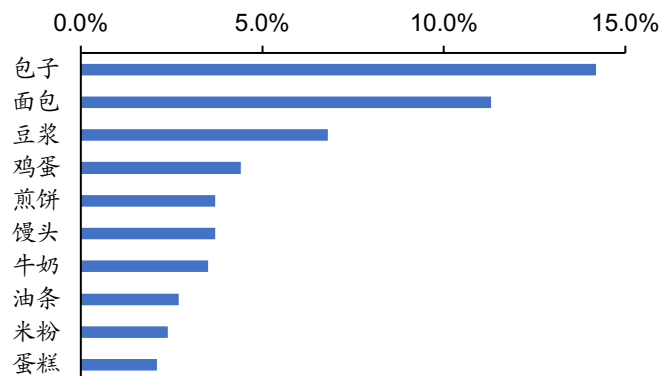
资料来源: 宇博咨询, 华安证券研究所

短保对早餐场景的充分渗透夯实消费基础。随着城市生活节奏加快，早餐时间明显压缩，10分钟以内占比高达42%，10-15分钟占比也达到39%，超过半小时的比例仅为2%。短保面包口感接近现做，且食用简便、购买便利，符合人们早餐习惯变化趋势，目前已成为仅次于包子的早餐第二选择。广泛的消费基础和高复购频次使短保面包成为烘焙领域最具潜力的细分品类。

图表 30 生活节奏加快压缩早餐时间



图表 31 面包已成为最受欢迎的早餐选择之一

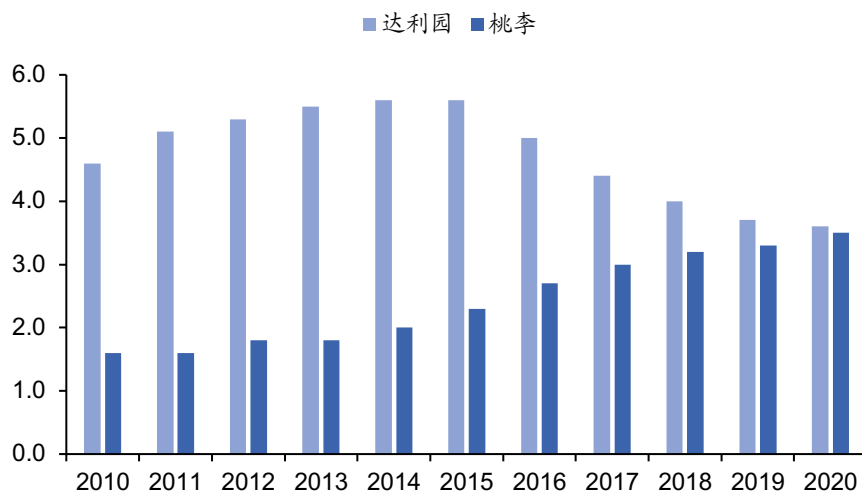


资料来源：中国营养学会，华安证券研究所

资料来源：挖财大数据，华安证券研究所

长保与短保品牌市场份额此消彼长可作为短保方兴日盛的印证。作为长保烘焙代表品牌，达利园市场份额从2015年达到5.6%的最高点后逐步下滑至2020年的3.6%，而短保代表品牌桃李的份额则从2010年的1.0%增长至2020年的3.5%。

图表 32 主营长保产品的达利园品牌市场份额逐步下滑 (单位: %)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

2.3 中央工厂+批发模式竞争优势明显

以桃李为代表的中央工厂+批发模式现阶段优势突显。短保烘焙行业的商业模式主要是中央工厂+批发模式和连锁店模式。连锁店模式通过产品、服务的差异化来获

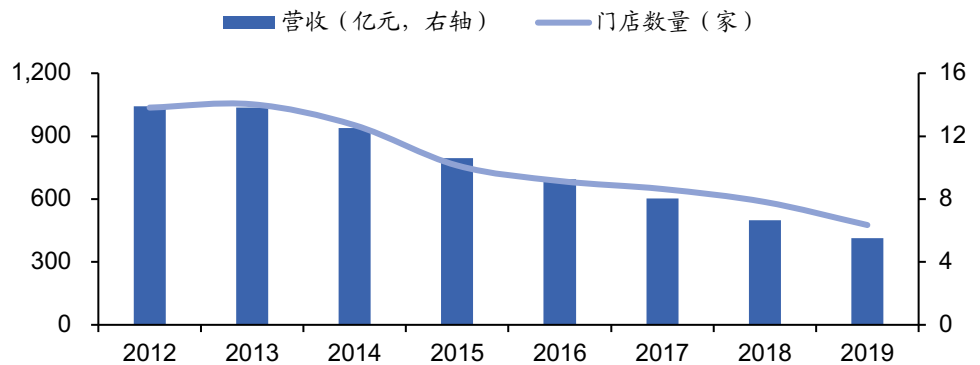
取溢价，主要面对高端消费人群，产品新鲜多样，口感较好，注重消费体验，但店面运行成本相对较高，表现为高毛利、高费用、低净利。中央工厂+批发模式利用规模化成本优势和标准化生产工艺实现快速扩张，毛利较低，但费用较低、净利较高。现阶段，受制于店面成本快速上升，连锁店模式增长乏力。例如连锁烘焙企业克莉斯汀近年的营收额不断减小，期间 CAGR 为-11%，门店数量也呈现逐年下降的趋势。巴黎贝甜中国门店数从 2015 年 145 家扩张至 2019 年的 307 家，但规模增长并未显现规模经济，业务持续亏损。

图表 33 短保烘焙行业商业模式对比

分类	模式	特点	代表企业
中央工厂+批发	工厂生产成品，配送至销售终端或经销商	单价 3-12 元，零售渠道，大众路线	桃李，宾堡
中央工厂+连锁店	工厂生产成品或半成品，配送至连锁店现场加工销售	单价 15-30 元，店铺空间，差异化体验	面包新语，克莉斯汀，元祖

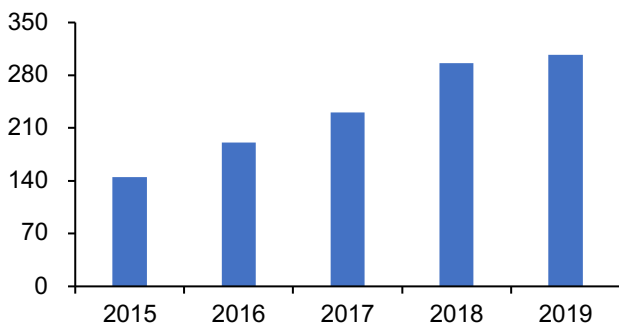
资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 34 克莉斯汀线下门店数量变化



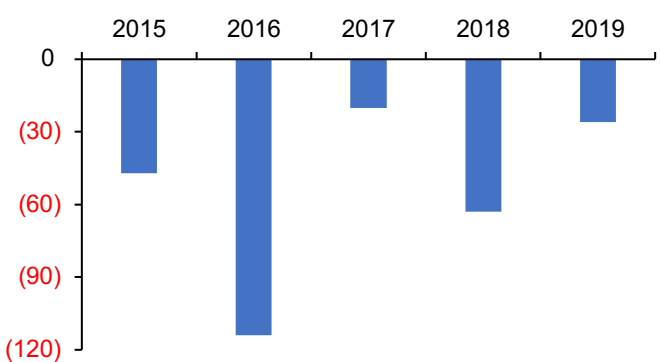
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 巴黎贝甜中国门店数增速放缓



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 巴黎贝甜中国业务持续亏损 (单位: 亿韩元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

三、生产研发业内领先，打造产品竞争力

公司具备行业一流的设备资源和技术嫁接能力。公司不断引进日本、欧洲的先进生产设备，并结合自身经验进行一定程度上的改良，形成了独特的生产工艺，在降低次品率和控制生产成本的同时最大限度提升产品品质，使工业产品口感接近现场烘焙水准。

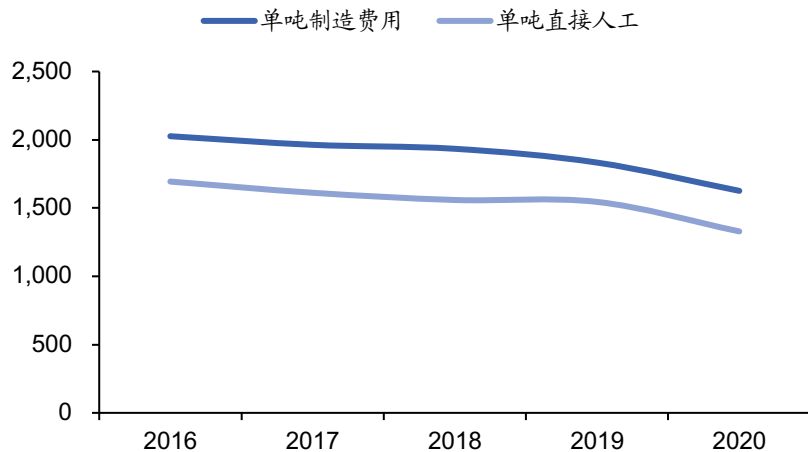
图表 37 公司生产线以进口为主

设备	品牌	产地	采购价格(万元)
夹心面包生产线	COMAS	意大利	1,000
吉士排面包生产线	GBT	德国	850
夹心蒸蛋糕生产线	MASDAC	日本	2,295
奶棒面包生产线	Rademaker	荷兰	2,500
豆沙面包生产线	Rheon	德国	1,500
面粉全自动输送系统	AMF Shick	美国	1,600

资料来源：公司公告，华安证券研究所

生产线自动化和现场管理精细化的推广，带来公司生产效率的提升，成本端竞争优势不断增强。公司单吨制造费用从2016年的2,026元下降至2020年的1,626元，单吨直接人工从2016年的1,694元下降至2020年的1,329元，降幅分别达到20%和22%。

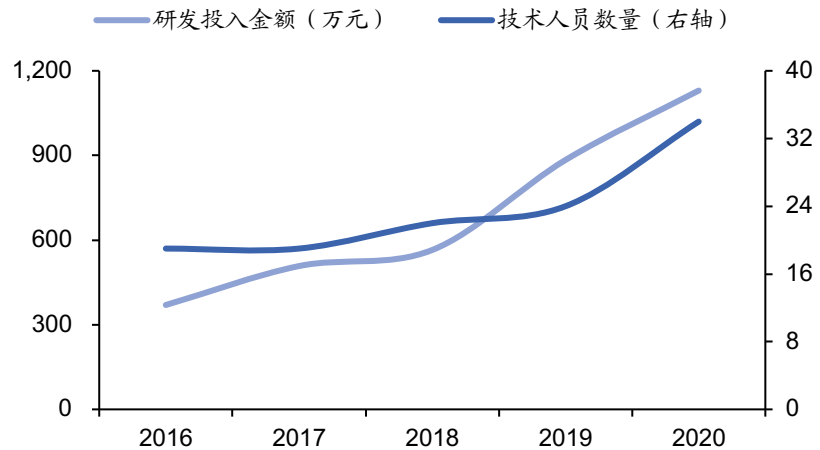
图表 38 公司生产效率不断提升(单位：元/吨)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

研发投入不断增强，为新品研发和工艺革新提供保障。公司2020年研发投入突破1,000万元，五年间增长205%。与营收相比，研发投入金额占比仍然较低，2020年仅为0.19%，主要因为公司只需在核心工厂进行研发试制，成功后将配方、技术迅速复制到各地工厂，研发的组织较为精简高效。人才方面，通过外部引进和自身培养，公司技术人员队伍逐渐壮大，同时定期或不定期地安排国内外市场调研和展会交流，了解国内外最新的产品种类，学习先进的生产管理经验。

图表 39 公司研发投入提速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

产品上新数量和速度均有提升，满足多元化消费需求。在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，加快产品更新速度，每年主食面包、花式面包和蛋糕糕点三大系列均有新品面世，以适应当前消费习惯和消费潮流的变化趋势，保持产品竞争力，满足消费者多样化的需求。

图表 40 公司近三年推出的新品

年度	新品		
	主食面包	花式面包	蛋糕糕点
2020	臻软山型吐司面包、1995 吐司面包	南瓜切片面包	乳酪芝士风味蛋糕、华夫饼
2019	全谷物面包	巧乐角面包、原浆南瓜纤维面包、奇亚籽核桃面包	蛋黄酥
2018	轻芯吐司面包	豆小方起酥面包、脏面包、紫米糯面包、爱豆的面包	纯蛋糕

资料来源：公司公告，华安证券研究所

桃李品牌的知名度及消费者影响力强劲增长，品牌势能不断转化为市场销量。根据凯度发布的《2020 亚洲品牌足迹报告》，桃李品牌消费者触及数达到 2.57 亿，增幅 10.2%，在消费者触及数增长最快的快消品牌中位列第四，在食品细类中位列第一。凯度的排名依据是基于真实的消费者行为，衡量有多少消费家户购买了某品牌（渗透率）以及多频繁地购买（购买频次），反映了消费者的真实选择。

图表 41 桃李品牌消费者触及数量保持高速增长

2019 年排名	品牌	消费者触及数 (亿)	消费者触及数增长 (%)
1	洁柔	1.57	11.4
2	蓝月亮	2.18	10.7
3	今麦郎	1.84	10.4
4	桃李	2.57	10.2
5	厨邦	1.31	10.2

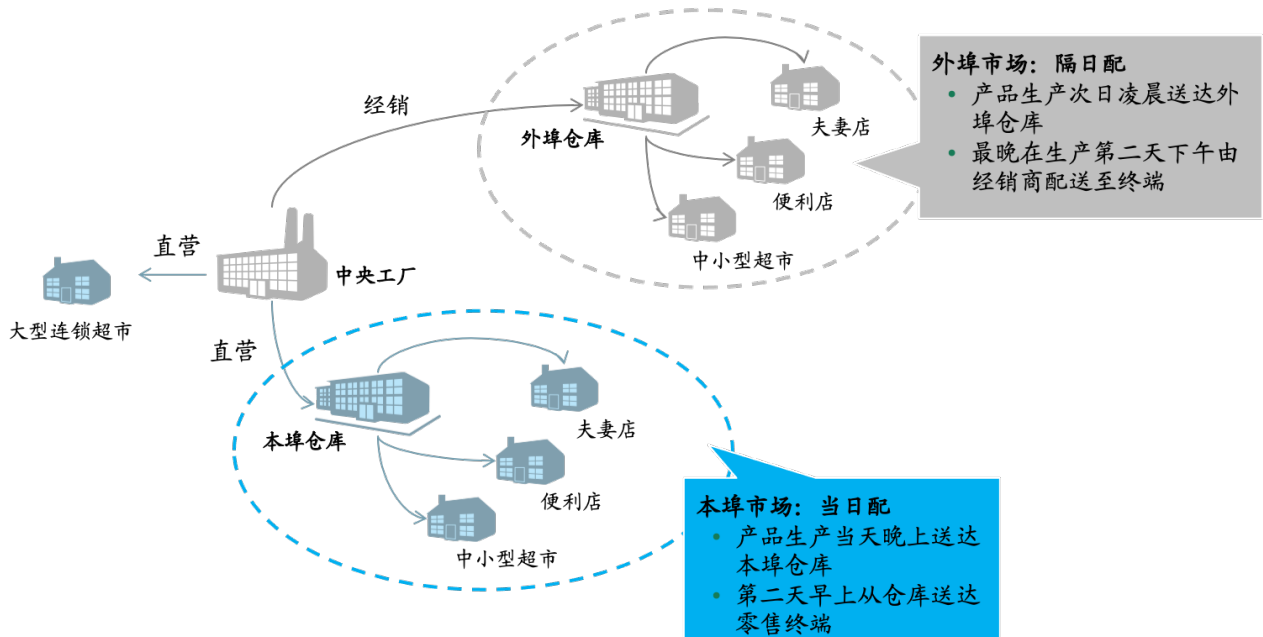
资料来源：凯度，华安证券研究所

四、渠道高周转能力铸就壁垒，终端细作发掘增长空间

公司针对短保业务特点打造高速运转的运营模式，10%以内退货率业界领先。短保产品由于保质期的限制，要求至多 3 天内必须配货到位，甚至对于一些中心城市的样板终端要做到日配，为此，公司建立了完善高效的供应体系支撑业务发展。

(1) 以销定产：根据市场需求灵活制定生产计划，工厂组织两班人员生产，白天根据预估订单量进行生产，下午下班前统计客户提交次日需求的订单后，在夜间进行补单。(2) 渠道细分：公司营销部下设 KA 客户部负责所在区域的大型连锁超市，中小客户部负责中心城市和外埠市场的中小型商超、便利店等客户。(3) 物流分级：为公司将产品运输分为一级物流和二级物流，一级物流直接运送给 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，公司在中心城市基本实现当日配送，在中心城市周边实现隔日配送，退货率稳定在 7%-10%。

图表 42 公司建立完善的供应链体系支撑业务发展

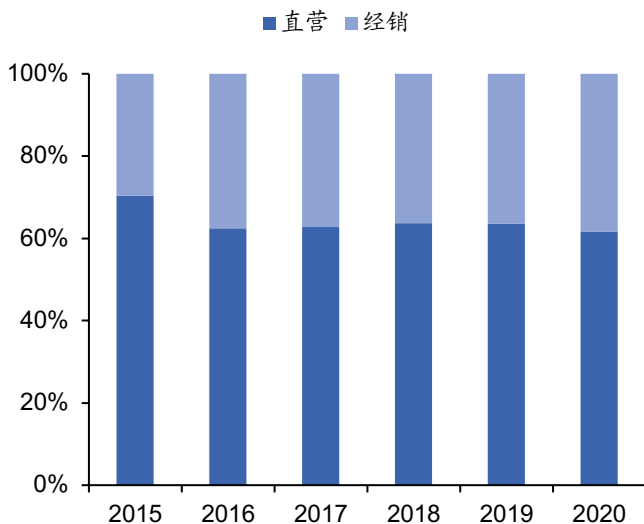


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司加强对下沉市场的覆盖力度，经销业务占比上升。中心城市周边地区直接管理及配送成本较高，通过经销商可有效协助公司拓展周边市场，扩大销售半径。伴随渠道下沉，经销商重要性逐步显现，公司营收的经销比例已从 2015 年的 29.6% 升至 2020 年的 38.3%。从经销商区域分布来看，公司长期深耕的东北、华东、华北等地区经销商数量占比更高，从侧面佐证经销商对公司开发下线市场的重要意义。

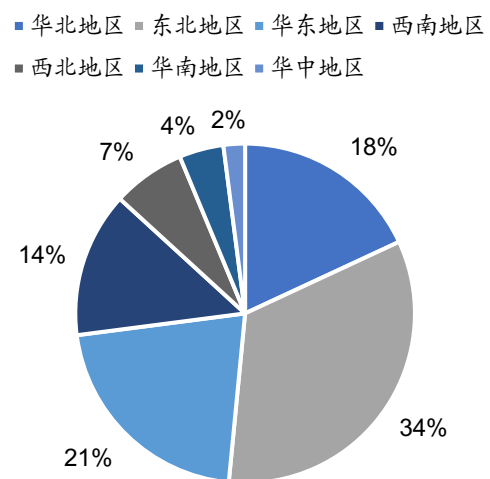
公司精心组织的经销商队伍构成对中长保品牌的竞争壁垒。运作长保类产品的经销商一般是 7-10 天完成一次终端补货，通常缺乏短保产品“频进快销”的运营经验及退货管控经验，因此公司从零开始培养内部员工发展为经销商，并严格规范经销商管理服务制度，经过不断培育、筛选出一支高效的经销商团队，不仅满足物流配送的硬性时限要求，而且不间断地组织展卖、推广，保持渠道畅通。更重要的是，经销商还可以及时针对竞品的动作和市场环境的变化，做出针对性的推广调整，而不至于使产品处于自然销售状态。

图表 43 公司业务的经销比重逐步上升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

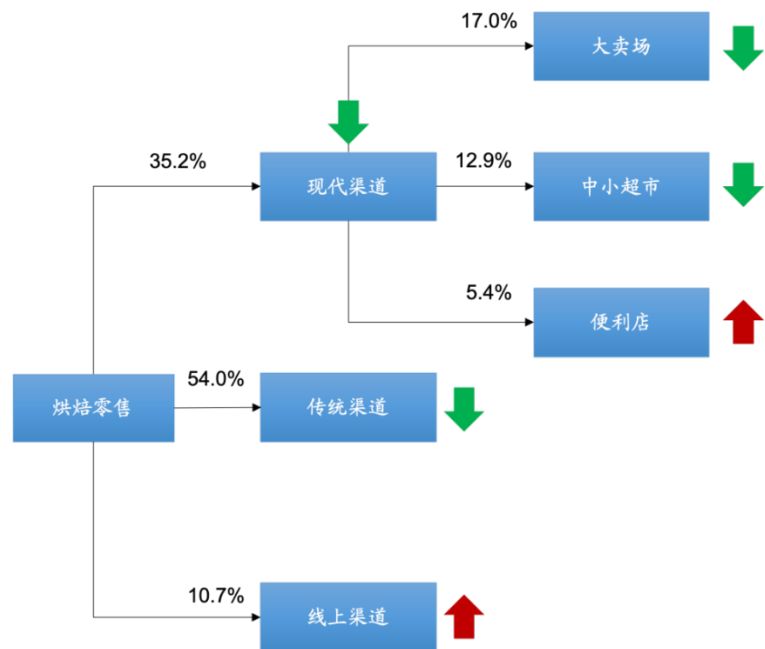
图表 44 公司经销商区域分布情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

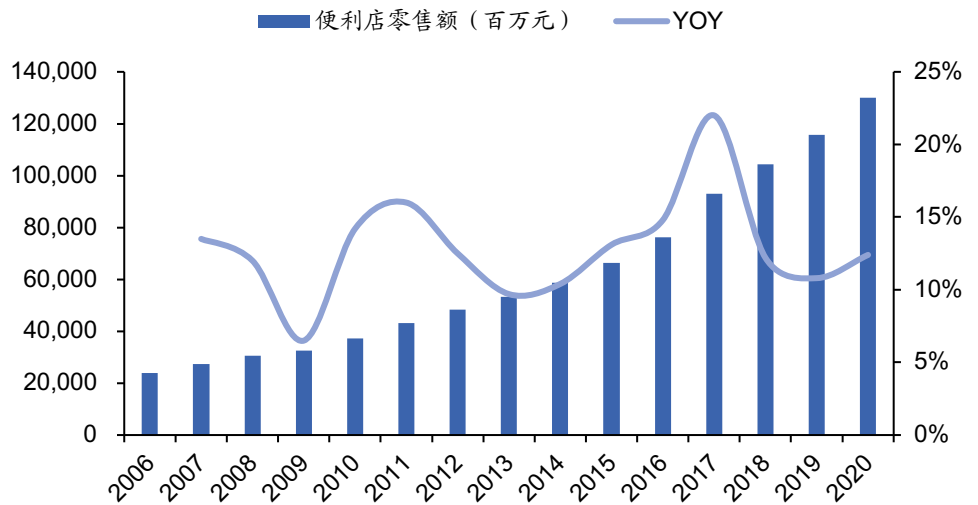
传统和新兴零售终端对于烘焙企业同样重要，夫妻老婆店作为社区流量入口是想象空间巨大。根据欧睿统计，烘焙产品零售额中，现代渠道仅占 35.2%，其中大卖场 17.0%，中小超市 12.9%，便利店 5.4%。传统渠道占比超过一半，达到 54%。另外线上渠道占比为 10.7%。便利店和线上渠道更贴近年轻消费者的购买习惯，保持增长，而以夫妻小卖部为代表的传统渠道比例虽然略有下滑，但体量不容忽视。凯度零售数据显示，目前国内有近 700 万家小店，剔除 10 万余家品牌连锁便利店后，夫妻店的存量规模在 690 万家左右。欧睿统计口径下，外资和本土连锁便利店零售额保持较快增长，2020 年达到 1,300 亿元，而夫妻店的零售额虽然保持平稳，但 2020 年零售额接近 6 万亿元，是便利店的 46 倍，即使在过往 10 年的电商爆发中，也没有出现过大幅下滑，始终是快消行业的第一大渠道。

图表 45 烘焙产品零售额中传统渠道占比超过一半



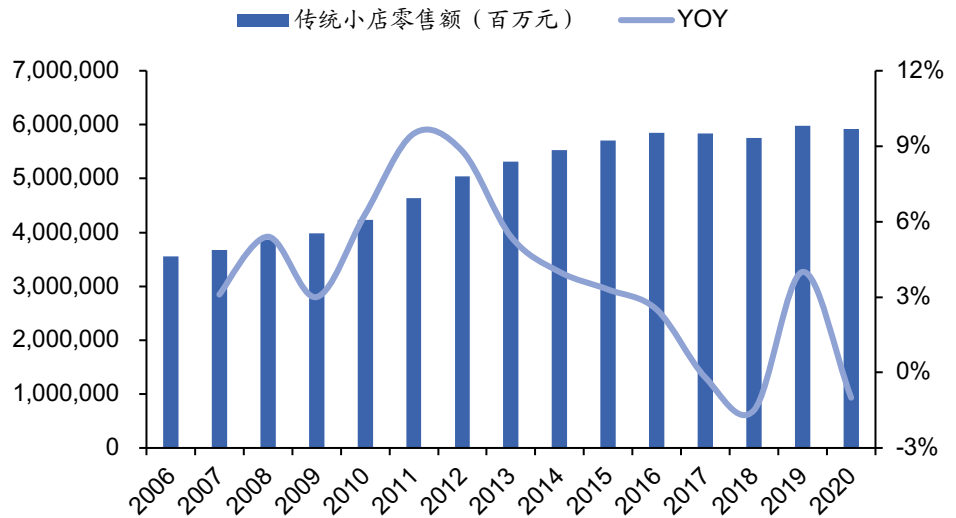
资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 46 便利店零售额保持增长但体量仍小



资料来源：欧睿，华安证券研究所

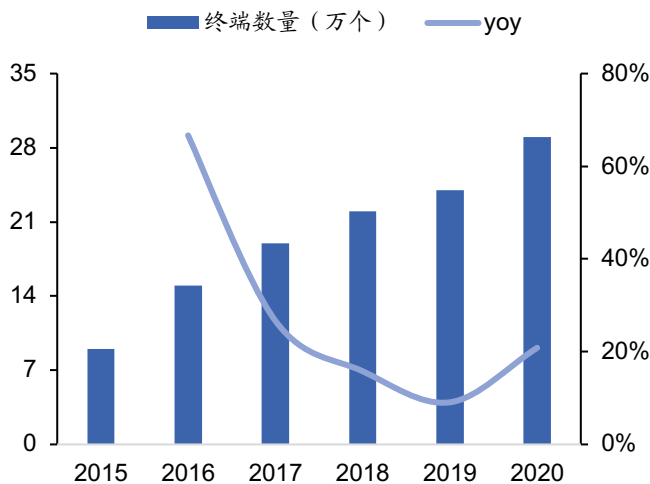
图表 47 传统小店零售额增长放缓但规模巨大



资料来源：欧睿，华安证券研究所

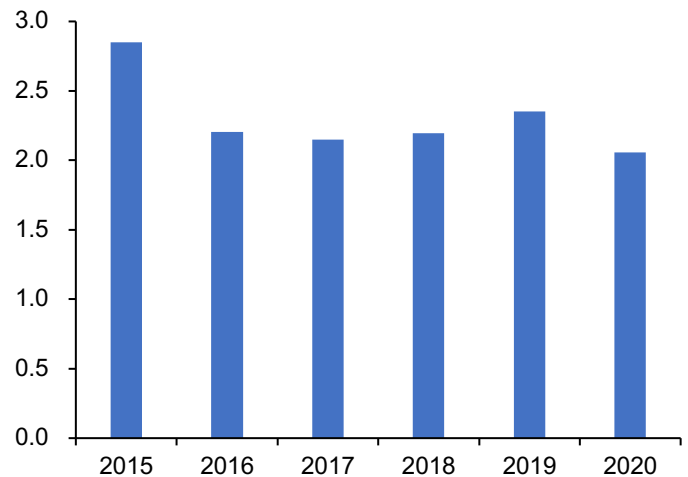
在稳固现代渠道合作的同时，夫妻小店成为公司渠道深耕的方向。伴随公司业务全国化扩张，覆盖终端数量从 2015 年的 9 万个上涨到 2020 年的 29 万个，结合单个终端年进货额从 2015 年的 2.85 万元下降至 2020 年的 2.06 万元，我们认为公司加密销售网络、覆盖到更多夫妻小卖店等小终端的结果。小终端的平均销售额远低于大中型超市，对准确预估门店每日销售额、保证按时配送提出了更高的挑战。公司凭借高效的供应链管理成功控制住退货率指标，一旦开发的小终端度过培育期，将成为公司获取下沉市场消费群体、实现销量突破的重要窗口。

图表 48 公司销售终端数量保持增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 单个终端年进货额有所下降 (单位: 万元)

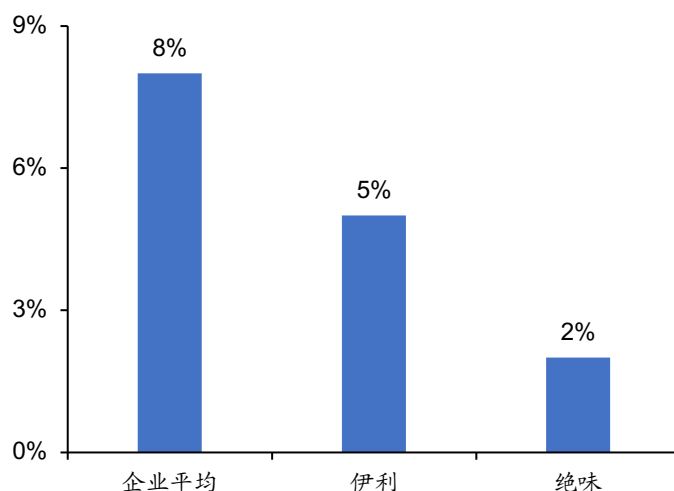
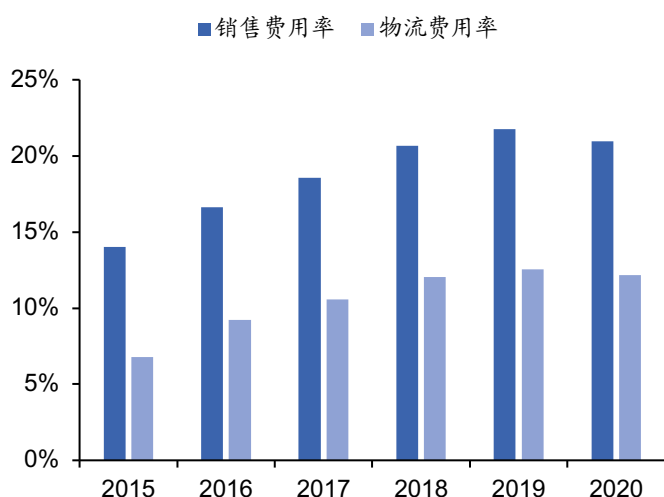


资料来源：公司公告，华安证券研究所

重点区域市场培育和终端加密短期抬升物流费用，中期看存在较大改善空间。由于全国范围内产能密度不够，为提前培育空白市场的消费习惯，建立消费者品牌认知，公司针对保质期较长的产品进行区域间调货操作，造成较大运费开支。另一

方面,新拓展终端较多,销售尚处于爬坡过程中,导致覆盖物流运力不饱和的情况,也造成了配送费用率偏高。随着重点区域产能逐渐释放,跨区域调货频率下降,同时终端在动态优化调整后,单店产出增长,将摊薄配送成本,共同推动物流费用率下行。根据中国物流与采购联合会的调查,企业平均物流费用率为8%,短保为主的领先企业如伊利、绝味物流费用率则处于2-5%的较低水平,公司物流费用率还有较大改善空间。

图表 50 公司物流费用率是销售费用率上行的主要原因 图表 51 企业的物流配送率比较



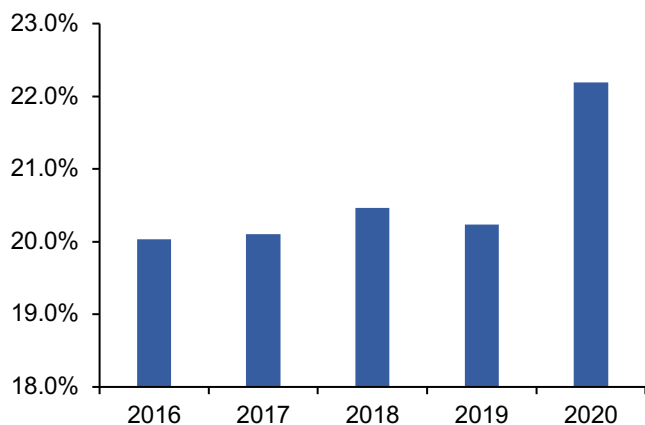
资料来源:公司公告,华安证券研究所

资料来源:公司公告,中国物流与采购联合会,华安证券研究所

五、疫情不改长期向好,重点市场加速布局

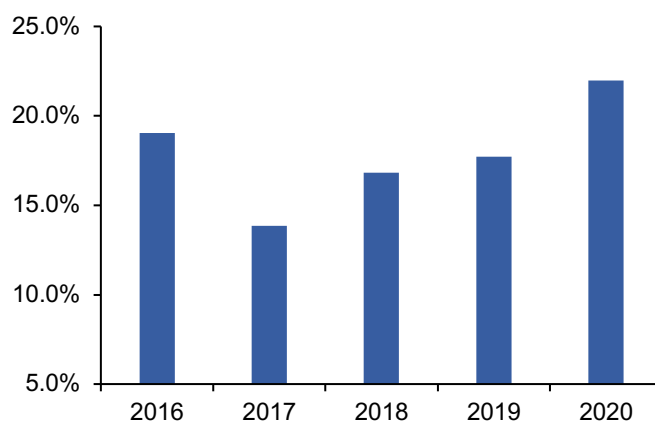
疫情爆发增厚 1Q20 业绩,拖累全年营收增长。疫情严重期间餐饮、烘焙店关门,刺激公司 2020 年一季度量利增长,全年占比均达到 22%左右,较历史年份明显偏高。随着堂食外卖逐步恢复,家庭的面包需求逐步回归常态,但跨城旅行恢复缓慢,疫情反复也导致学校、医院封闭,导致公司重要客群消费频次下降,拖累营收增长。

图表 52 2020Q1 营收全年占比偏高



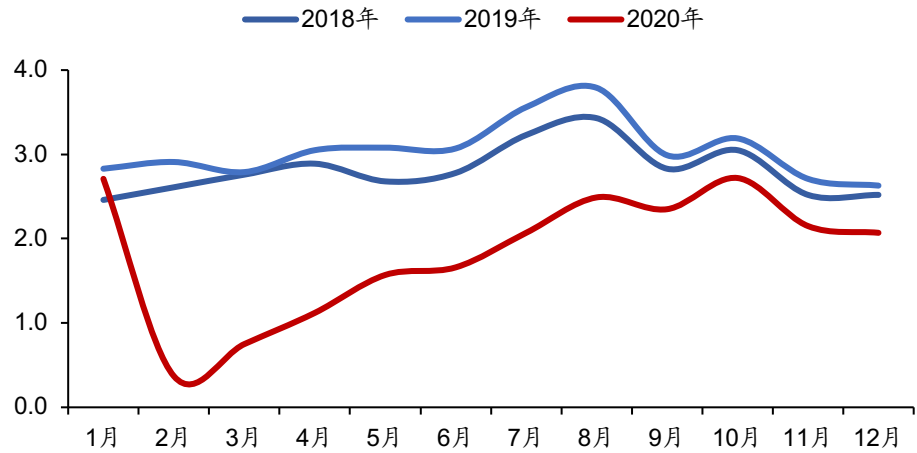
资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 53 2020Q1 净利润全年占比偏高



资料来源:公司公告,华安证券研究所

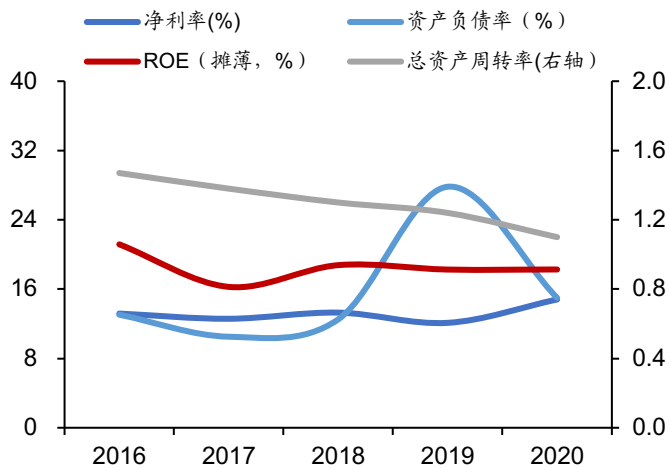
图表 54 疫情影响下铁路客运数同比大幅下滑 (单位: 亿人)



资料来源: 铁路总公司, 华安证券研究所

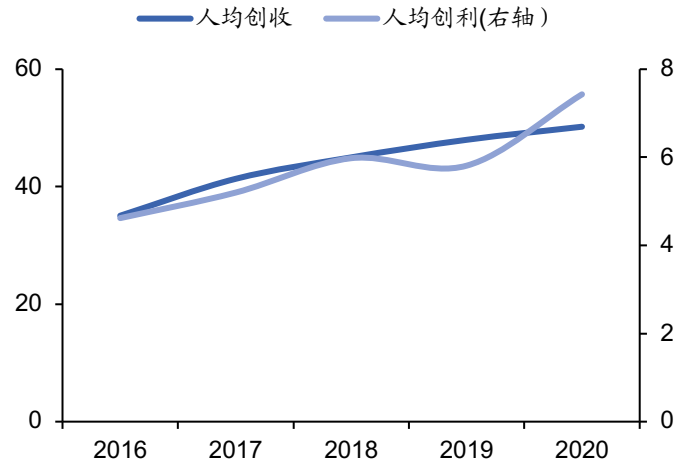
资产周转率仍在下行, ROE 有望企稳回升。公司全国化布局带来的固定资产投入产出错配影响致使资产周转率不断下行, 资产利用效率继而影响资产回报水平。另一方面, 观察公司人均创收和创利指标, 人员效率始终处于上行通道。我们相信, 公司凭借生产、配送的效率优势, 将通过高频试错筛选出匹配区域需求的最佳产品组合, 加快产品渠道流通, 缩短投入产出间隔, 最终实现效率到效益的转化。

图表 55 公司资产周转率是 ROE 下滑的主要原因



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 56 人员效率处于上升通道 (单位: 万元)

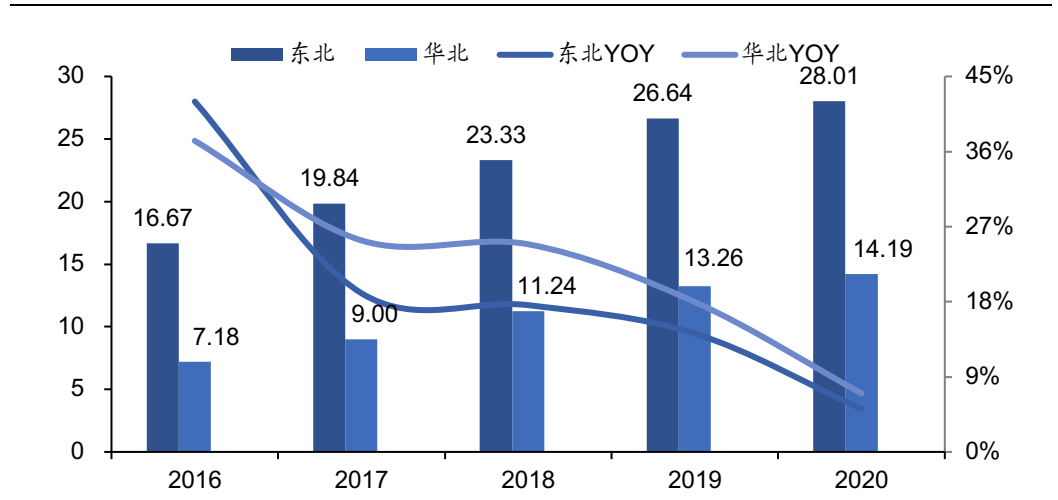


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

东北、华北稳健增长, 积极发掘下沉市场。(1) **东北:** 公司是东北地区短保面包行业的领导者, 东北营收占比也最大, 近五年期间 CAGR 为 14%。在保持中心城市高市占率的同时, 未来增长更多来自于乡镇网点开发, 10%以上增速应可长期延续。同时, 成熟市场净利率有望维持较高水平。沈阳新增产能 6 万吨投产后, 公司市场地位将更为稳固。(2) **华北:** 公司凭借高性价比和供应链优势取得领先地位, 近五年期间 CAGR 19%, 仍处于较快发展阶段。毛利率波动或因天津开工率偏低及产品组合变动, 而净利率未受影响, 推测规模效应正加速显现。华北市场容量和消

费水平高于东北，仍存在较大潜力可挖，营收增幅有望维持 15% 以上。

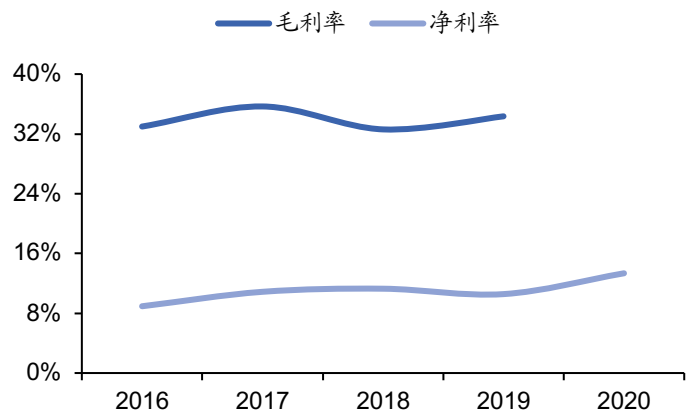
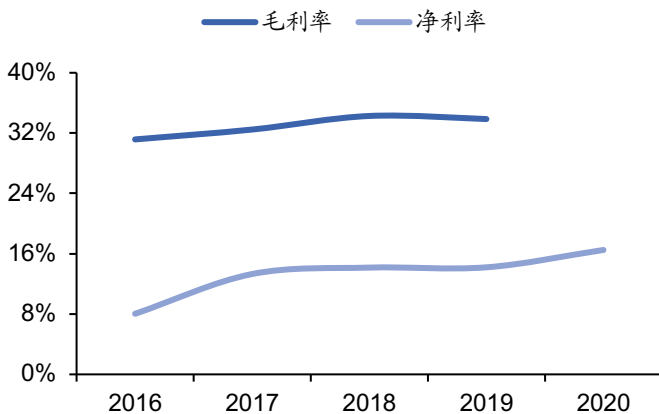
图表 57 北方区域销售收入增速放缓但仍保持 15% 左右 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 58 东北盈利水平稳中有升

图表 59 华北毛利率略有波动, 净利率稳定



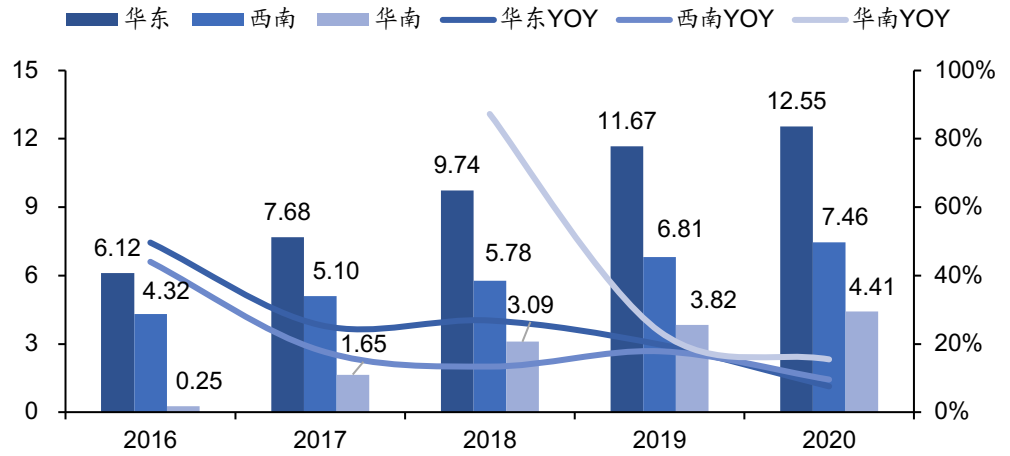
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (注: 2020 年毛利率不可比; 模拟净利率计算取自沈阳桃李、丹东桃李、锦州桃李、哈尔滨桃李、大连桃李、长春桃李、长春食品、八方塑料净利润。)

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (注: 2020 年毛利率不可比; 模拟净利率计算取自石家庄桃李、北京桃李、内蒙桃李、包头桃李、天津桃李净利润。)

东北、华北稳健增长, 积极发掘下沉市场。华东、华南、西南潜力较大, 产能布局提速, 重点攻坚。公司加大力度拓展华东、华南、西南等市场, 不断扩大区域产能, 同时加强重点客户培育。**(1) 华东:**华东地区消费水平高, 且对烘焙食品已形成了稳定的消费习惯。公司营收近五年 CAGR 20%, 但由于消费者可选项多, 市场推广费用居高不下影响盈利水平。随着江苏、浙江、青岛工厂陆续投产, 江苏、安徽、浙江等空白市场开拓加速, 收入将保持 15% 以上增速, 市场成熟也带动净利率水平向东北、华北靠近。**(2) 西南:**虽然不是短保烘焙重点消费区域, 但由于市场相对封闭, 公司作为先行者享受一定红利, 营收期间 CAGR 为 16%, 净利润水平 20% 左右遥遥领先。新津项目投产后, 公司在西南地区的市占率将进一步提高, 规模优势进一步增强, 有望保持良好发展态势。**(3) 华南:**公司进入华南地区较晚, 且与达利、嘉顿等本地强势企业竞争, 市场开发较为缓慢, 但毛利逐渐上升, 带动

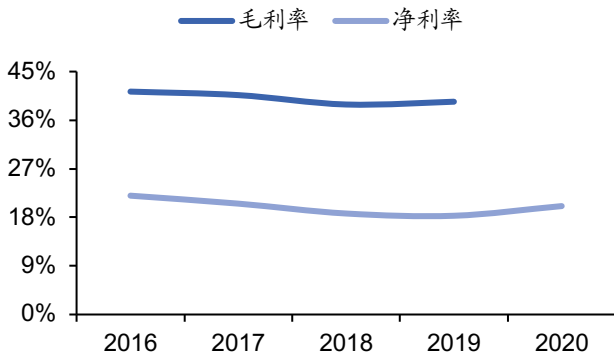
亏损幅度收窄，即将扭亏为盈。后续产能投放和配送网络加密将提升公司产品竞争力，量利齐升可期。

图表 60 华东、华南、西南有望成为业务新增长点 (单位: 亿元)



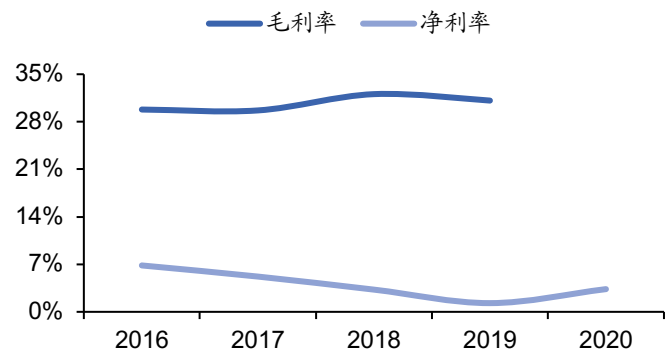
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 61 西南净利水平遥遥领先但略有下滑



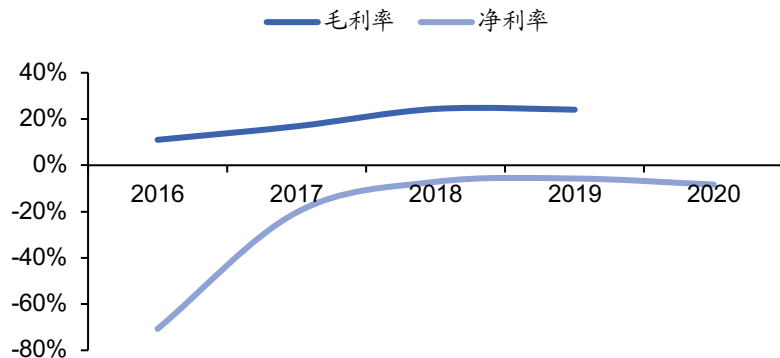
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (注: 2020 年毛利率不可比; 模拟净利率计算取自成都桃李、四川桃李、重庆桃李净利润。)

图表 62 华东处于微利水平



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (注: 2020 年毛利率不可比; 模拟净利率计算取自济南桃李、青岛桃李、上海桃李、山东桃李、江苏桃李、合肥桃李、青岛食品、浙江桃李净利润。)

图表 63 华南毛利率爬坡, 短期有望扭亏为盈

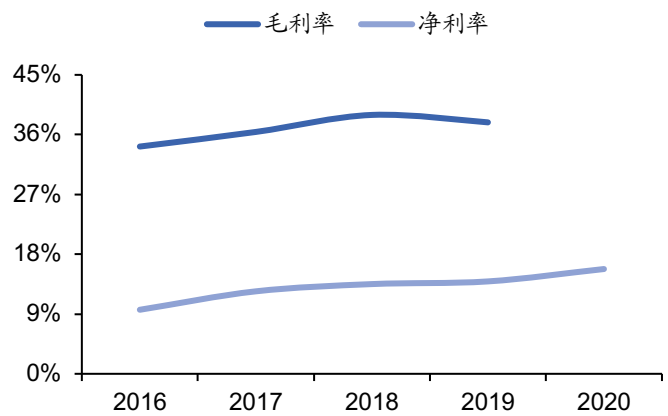
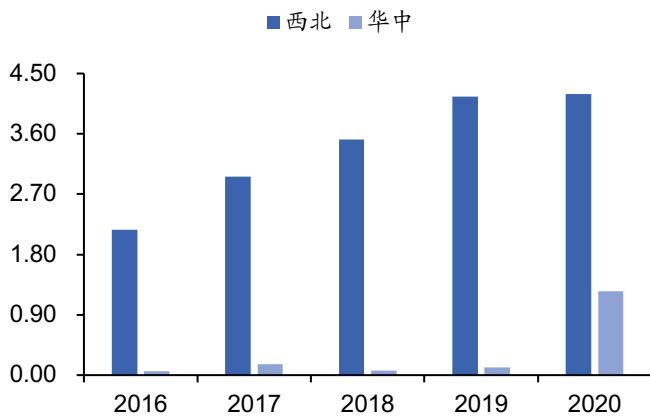


资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2020年毛利率不可比；模拟净利率计算取自东莞桃李、南昌桃李、厦门桃李、福州桃李、广西桃李、深圳桃李、泉州桃李、海口桃李、长沙桃李净利润。）

西北、华中产能目前仅为单点布局，留有发力空间。西北地域辽阔、城市密度较低，西安工厂基本完成对周边的辐射，盈利水平也反映区域的经营成熟度较高。新疆后续投产将提供新的营收增量。武汉工厂投产后刺激营收大幅增长，加快华中市场开拓步伐。

图表 64 西北保持增长，华中开始放量（单位：亿元）

图表 65 西北盈利水平整体向上



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2020年毛利率不可比；模拟净利率计算取自新疆桃李、银川桃李、西安桃李净利润。）

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

收入端产品拆分预测：（1）面包及糕点营收增速 14%/14%/16%。由于疫情推迟公司产能投放进度，销量增速 2022 年将升至 15%以上，而单价相对稳定。（2）月饼营收增速 16%左右，销量增速维持在 18%水平，单价略有下降。（3）粽子 2020 年受疫情干扰较大，营收、销量均同比下滑，2021 年由于低基期效应增速偏高，营收增速 38%/31%/30%，销量增速 35%/28%/27%。（4）综合来看，2021-2023 年公司整体营收增速分别达到 14%/15%/16%。

图表 66 公司营收按业务拆分预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,833.23	5,643.71	5,963.00	6,770.87	7,752.53	9,022.49
YOY	18.1%	16.8%	5.7%	13.5%	14.5%	16.4%
面包及糕点						
营业收入	4,728.61	5,527.46	5,837.24	6,624.36	7,579.92	8,819.09
YOY	18.1%	16.9%	5.6%	13.5%	14.4%	16.3%
销量（吨）	268,802	319,425	350,304	385,334	443,135	514,036
YOY	15.5%	18.8%	9.7%	10.0%	15.0%	16.0%

单价 (元/公斤)	17.59	17.30	17.40	17.19	17.11	17.16
YOY	2.2%	-1.6%	0.6%	-1.2%	-0.5%	0.3%
月饼						
营业收入	94.94	105.68	117.51	135.89	158.75	185.45
YOY	39.5%	11.3%	11.2%	15.6%	16.8%	16.8%
销量 (吨)	3,037	3,511	3,995	4,715	5,563	6,565
YOY	50.8%	15.6%	13.8%	18.0%	18.0%	18.0%
单价 (元/公斤)	31.26	30.10	29.41	28.82	28.53	28.25
YOY	-7.5%	-3.7%	-2.3%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
粽子						
营业收入	9.68	10.56	7.71	10.62	13.86	17.96
YOY	38.9%	9.1%	-27.0%	37.7%	30.6%	29.5%
销量 (吨)	263	346	235	317	406	516
YOY	32.2%	31.5%	-32.1%	35.0%	28.0%	27.0%
单价 (元/公斤)	36.81	30.53	32.82	33.47	34.14	34.82
YOY	5.1%	-17.1%	7.5%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

收入端区域拆分预测: 按照市场成熟度区分, 开发最早的东北增速维持 12% 水平, 华东、华北、西南、西北增速维持 16% 左右水平, 华中武汉工厂预计三年内满产, 预测增速较高。同时全国化布局进行, 跨区域调货比例将逐步减少至 18% 左右。

图表 67 公司营收按区域拆分预测 (单位: 百万元)

营业总收入	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
	4,833.23	5,643.71	5,963.00	6,770.87	7,752.53	9,022.49
YOY	18.1%	16.8%	5.7%	13.5%	14.5%	16.4%
东北	2,332.70	2,664.07	2,801.00	3,137.12	3,513.57	3,935.20
YOY	20.3%	14.2%	5.1%	12.0%	12.0%	12.0%
占比	48.26%	47.20%	46.97%	46.33%	45.32%	43.62%
华北	1,124.49	1,326.03	1,419.43	1,646.54	1,909.99	2,215.58
YOY	25.0%	17.9%	7.0%	16.0%	16.0%	16.0%
占比	23.27%	23.50%	23.80%	24.32%	24.64%	24.56%
华东	974.23	1,166.63	1,255.10	1,455.92	1,688.86	1,992.86
YOY	26.9%	19.7%	7.6%	16.0%	16.0%	18.0%
占比	20.16%	20.67%	21.05%	21.50%	21.78%	22.09%
西南	578.29	681.33	746.22	858.15	995.46	1,154.73
YOY	13.5%	17.8%	9.5%	15.0%	16.0%	16.0%
占比	11.96%	12.07%	12.51%	12.67%	12.84%	12.80%
西北	352.18	416.17	419.02	481.87	558.97	648.41
YOY	18.8%	18.2%	0.7%	15.0%	16.0%	16.0%
占比	7.29%	7.37%	7.03%	7.12%	7.21%	7.19%
华南	309.47	382.39	440.62	511.12	592.90	699.62
YOY	87.7%	23.6%	15.2%	16.0%	16.0%	18.0%
占比	6.40%	6.78%	7.39%	7.55%	7.65%	7.75%

华中	6.94	11.92	124.93	172.13	253.32	453.53
YOY	-56.2%	71.8%	948.1%	37.8%	47.2%	79.0%
占比	0.14%	0.21%	2.10%	2.54%	3.27%	5.03%
内部抵消	-845.07	-1,004.84	-1,243.32	-1,491.98	-1,760.54	-2,077.44
YOY	51.4%	18.9%	23.7%	20.0%	18.0%	18.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

由于公司 2020 年度执行新收入准则，将产品配送服务费由销售费用调至营业成本，毛利率降至 29.97%。2021 年虽然成本端有上涨压力，但生产效率仍有挖潜空间，2021-2023 年各类产品毛利率保持稳定，整体预测为 29.30%/29.28%/29.82%。费用方面，2020 年受疫情影响，行业竞争放缓，公司促销、推广等投入较少，未来随着投入恢复常态及新产能的开办，费用率将稳中略升。综合来看，2021 年归母净利润率同比小幅下降，但三年均维持在 14% 以上。

图表 68 公司盈利能力预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.68%	39.57%	29.97%	29.30%	29.28%	29.82%
面包及糕点	39.83%	39.63%	29.88%	29.19%	29.14%	29.66%
月饼	31.27%	36.82%	34.43%	34.23%	35.25%	36.81%
粽子	46.90%	38.54%	36.45%	37.69%	37.48%	37.26%
销售费用率	20.66%	21.76%	8.79%	9.20%	9.00%	9.00%
管理费用率	1.84%	1.80%	1.68%	1.90%	1.90%	1.80%
财务费用率	-0.21%	0.06%	0.37%	0.26%	0.33%	0.33%
归母净利率	13.29%	12.11%	14.81%	14.15%	14.16%	14.61%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

6.2 投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计 2021-2023 年公司营收 67.71、77.53、90.22 亿元，同比增长 14%/14%/16%，归母净利润为 9.58、10.98、13.18 亿元，同比增长 8%/15%/20%，EPS 分别为 1.41、1.61、1.94，对应 PE 分别为 33.64、29.34、24.44，给予“增持”评级。

风险提示：

原材料价格大幅上涨风险，食品安全风险，产能建设不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2419	2628	2972	3460	营业收入	5963	6771	7753	9022
现金	715	842	1086	1479	营业成本	4176	4787	5482	6332
应收账款	492	553	595	667	营业税金及附加	66	75	86	100
其他应收款	35	33	38	44	销售费用	524	623	698	812
预付账款	26	33	37	43	管理费用	100	129	147	162
存货	138	173	198	191	财务费用	22	17	26	30
其他流动资产	1014	994	1017	1036	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3266	4046	4854	5683	公允价值变动收益	-17	-22	-23	-19
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	17	27	31	36
固定资产	1794	2293	2836	3392	营业利润	1127	1222	1405	1685
无形资产	342	402	446	506	营业外收入	16	12	10	11
其他非流动资产	1129	1351	1571	1785	营业外支出	5	6	7	6
资产总计	5685	6674	7825	9144	利润总额	1138	1228	1408	1690
流动负债	849	1042	1227	1437	所得税	255	270	310	372
短期借款	205	205	205	205	净利润	883	958	1098	1318
应付账款	399	538	676	798	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	245	299	345	434	归属母公司净利润	883	958	1098	1318
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	1231	1282	1459	1751
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.30	1.41	1.61	1.94
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	852	1045	1230	1440					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	680	952	952	952	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2035	2035	2035	2035	成长能力				
留存收益	2118	2642	3609	4716	营业收入	5.7%	13.5%	14.5%	16.4%
归属母公司股东权益	4833	5629	6596	7704	营业利润	30.6%	8.4%	15.0%	19.9%
负债和股东权益	5685	6674	7825	9144	归属于母公司净利	29.2%	8.5%	14.6%	20.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	30.0%	29.3%	29.3%	29.8%
					净利率 (%)	14.8%	14.1%	14.2%	14.6%
					ROE (%)	18.3%	17.0%	16.6%	17.1%
					ROIC (%)	16.7%	15.3%	15.2%	15.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	15.0%	15.7%	15.7%	15.7%
					净负债比率 (%)	17.6%	18.6%	18.6%	18.7%
					流动比率	2.85	2.52	2.42	2.41
					速动比率	2.66	2.32	2.23	2.25
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	1.01	0.99	0.99
					应收账款周转率	12.12	12.25	13.04	13.52
					应付账款周转率	10.46	8.90	8.11	7.93
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.30	1.41	1.61	1.94
					每股经营现金流薄)	1.62	1.74	1.90	2.28
					每股净资产	7.11	8.28	9.70	11.33
					估值比率				
					P/E	45.53	33.64	29.34	24.44
					P/B	8.32	5.72	4.88	4.18
					EV/EBITDA	32.23	34.68	30.32	25.04

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。