

桃李面包 VS 达利面包

2021 年 5 月跟踪，短保面包行业深度梳理

今天，我们来跟踪国内短保面包产业的近期情况。

桃李面包——2020 年全年，营业收入为 59.63 亿元，较上年同期增长 5.66%，净利润为 8.83 亿元，同比增长 29.19%。

2021 年一季度实现收入 13.27 亿元，较上期增长 0.31%；归母净利润 1.63 亿元，同比下滑 16.27%。

达利食品——2020 年，营业收入为 210.24 亿元，同比下滑 1.94%，受卫生事件影响较大；净利润 38.49 亿元，同比微增 0.21%。

从机构预测情况来看：

桃李面包——2021-2022 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 67.20 亿元、77.66 亿元，同比增速为 12.69%、15.56%；净利润分别为 9.30 亿元、10.94 亿元，增速分别为 5.37%、17.57%。

达利食品——2021-2022 年, 机构一致预测收入规模大约为 227.17 亿元、241.50 亿元, 同比增速为 8.38%、6.31%。

本次跟踪, 有几个值得思考的问题:

- 1) 这个行业的关键经营数据有什么变动, 数据变动背后的逻辑是什么?
- 2) 这个行业, 具备哪些素质, 才能建立长期竞争优势?

(壹)

先来看收入体量, 2020 年, 达利食品 (210.24 亿元) > 桃李面包 (59.63 亿元)。

从收入结构上来看:

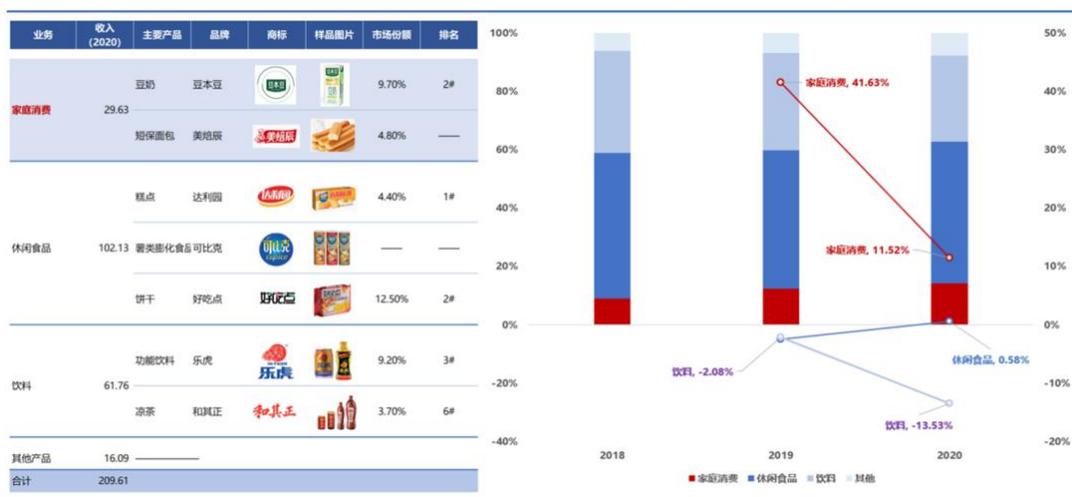
- 1) **桃李面包**——短保面包是主要收入来源, 产品包括软式面包、起酥面包、调理面包 3 大系列 30 余个品种, 2020 年占收入比重达 97.8%。月饼 (占比 1.98%) 和粽子 (0.13%) 为针对传统节假日开发的节日食品, 收入占比较低。

种类	品种	明星产品	收入	占比	同比增速
烘焙食品	面包		58.37	97.89%	5.61%
节日食品	月饼		1.18	1.98%	11.32%
	粽子		0.08	0.13%	-27.27%
合计			59.63	100.00%	5.65%

图：桃李面包产品

来源：招股书

2) 达利食品——48.72%来自休闲食品，包括达利园蛋黄派（对标好丽友）、可比克薯片（对标品客、乐事薯片）、好吃点饼干；29.46%来自饮料，包括和其正凉茶（对标加多宝和王老吉）、乐虎功能饮料（对标红牛）；14.14%来自家庭消费，包括豆本豆豆奶和美焙辰面包；其他收入占比 7.68%。



图：达利食品主要产品、收入结构及同比增速（右轴）（单位：%）

来源：Euromonitor, 华创证券, 塔坚研究

按照收入增速划分，大体可以将达利的业务划分为**成长板块**（主要是家庭消费）和**成熟板块**（休闲食品+饮料）两大块。

成熟业务占比高，但是增长疲软，其中休闲食品增速在 0%上下浮动，饮料业务则连续两年负增长。

随着凉茶、乐虎饮料等传统产品增速放缓，2017 年、2018 年，其先后推出豆奶产品豆本豆（对标维他奶）、短保面包美焙辰（对标桃李），打造新的成长板块，2019 年、2020 年上述业务分别增长 41.63%、11.52%，目前其短保面包收入占比大约 5%。

对于达利食品，我们此前在专业版报告库有过研究，其在产品开发上多采用“跟随策略”，选择成长性高的赛道，推出类似的产品进行跟随，并且依靠渠道和低价策略将爆款做到业内前三，维持高增长。

考虑本案两家公司目前均在短保面包上发力，我们先来了解一下行业基本情况。

(贰)

根据保质期时长，面包分为长保、中保、短保三类，对应不同的消费属性，其中：

面包种类	保质期	运输要求	主要产品	主要品牌	消费属性
短保	1-7 天左右	高	吐司切片、手撕、起酥面包等	桃李面包、嘉顿、曼可顿、宾堡、面包坊等	主食为主，兼顾休闲零食
中保	30-90 天为主	低	天然酵母面包、蒸蛋糕等	港荣食品、小白心里软、盐津铺子	主食、休闲零食
长保	6 个月以上	低	蛋黄派、法式小面包等	盼盼食品、达利食品	休闲零食为主

图：面包产品及主要品牌

来源：西部证券

1) 长保面包（半年到一年）：偏休闲零食属性，例如盼盼小馒头、法式小面包、蛋黄派等，代表有达利食品、盼盼食品等。

2) 中保面包 (30 天-90 天)：偏休闲零食属性，亦有主食属性，如小白心太软、蒸蛋糕、天然酵母面包等，代表企业有港荣、盐津铺子等。

3) 短保面包 (1-7 天左右)：代餐和主食属性较强，主要产品有吐司、切片面包、手撕面包等，一般作为早餐食用。

2019 年，我国面包行业市场规模约为 400 亿元，根据西部证券的测算，中长保面包 2019 年份额约 35%，短保面包 65%。从赛道上看，短保面包新鲜、零添加或少添加，迎合消费升级趋势，有望进一步替代长保面包。

短保面包有两种生产模式，分别是烘焙坊模式和中央工厂模式，占比大约是 7:3。

前者侧重于消费者的个性化需求，产品价格相对较高，代表公司有元祖股份、克莉丝汀等；后者侧重于大众普遍性需求，追求性价比，代表有本案的达利（美焙辰）、桃李面包。

烘焙模式中的线下门店，属于重资产模式，房租、人员成本压力较大，随着竞争加剧，品牌力下降，克莉丝汀、宜芝多、可颂坊等品牌都面临较激烈的竞争。根据行业数据，某龙头品牌在 2019 年关闭了 117

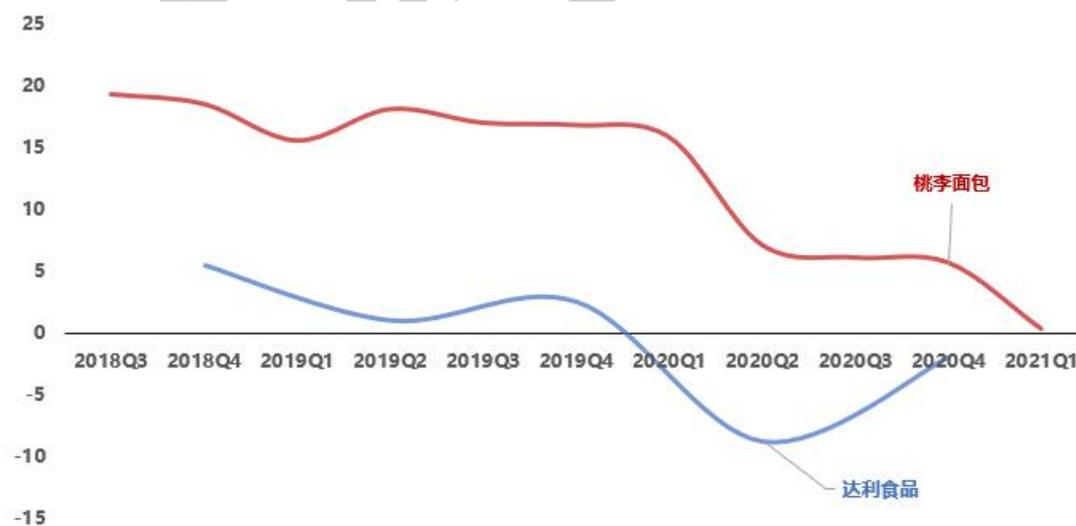
家绩效较差的门店，2020 年关闭了亏损门店 100 家（原因主要是产品传统、门店陈旧、渠道单调）。

那么，中央工厂模式下的两家厂商（桃李 VS 达利），基本面情况究竟如何呢？

(叁)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增速



图：季度累计收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

桃李面包增速快于达利食品，主要是桃李面包自身产能扩张较快，叠加行业增长红利，近几年短保面包行业增速超过 10%，高于休闲零食和软饮料行业（低于 5%）。

但是，二者增速均在放缓，其中：

桃李面包——

2018 年以来，桃李增速放缓，一方面是产能扩张增速放缓，2016 年至 2017 年，其产能（根据产量推算）复合增速 24%，2018 年至 2020 年产能复合增速为 19.02%。

另一方面，是其南方市场拓展受阻，从数据上看，桃李各区域营收增速呈下降趋势，并且在 2019 年下滑也较为明显。

原因在于：北方市场桃李具有先发优势，但南方市场竞争激烈，曼可顿、宾堡等外资品牌，以及各种潮品烘焙较多；此外，全家、7-11 等便利店也纷纷推出自有的面包品牌，加入竞争行列。

区域	收入占比	收入增速		
		2018年	2019年	2020年
东北	47.0%	17.6%	14.2%	5.1%
华北	23.8%	25.0%	17.9%	7.0%
华东	21.1%	26.9%	19.8%	7.6%
西南	12.5%	13.5%	17.8%	9.5%
华南	7.4%	87.7%	23.6%	15.2%
西北	7.0%	18.8%	18.2%	0.7%

图：分区域收入同比增速（单位：%）

来源：塔坚研究

桃李在南方的子公司中，盈利的子公司有 6 个，而亏损的子公司 14 家，其中 8 家 2020 年净利润较上年亏损扩大或由盈转亏。短保面包比拼性价比，提价空间有限，因此，未来销量的提升，以及南方市场的业绩需要重点跟踪。

与达利相比，桃李受卫生事件影响不大，主要是短保面包作为**必选消费品**，复工复产以及物流配送得到大力支持，2 月 12 日，桃李面包沈阳地区的三个工厂的工人返岗率达到了 90%，产能恢复到节前的 85%左右，日产量达到 120 吨。物流方面，卫生事件期间配置了民生保供物资专用车，保障正常市场供应。

但是，2020 年二季度以来，受高校延期开学、商务外出及旅游出行减少，以及其大本营东北等地区卫生事件复发影响，增速放缓。

达利食品——



图：甜味饼干、凉茶、薯片行业规模及增速

来源：Euromonitor，中泰证券研究所，塔坚研究

2018 年之后，达利食品增速持续放缓，且均停留在个位数，主要是其主打产品多数都已经进入成熟期，而成长板块业务规模尚小，不足以拉动整体收入增长，目前正是青黄不接的时期。

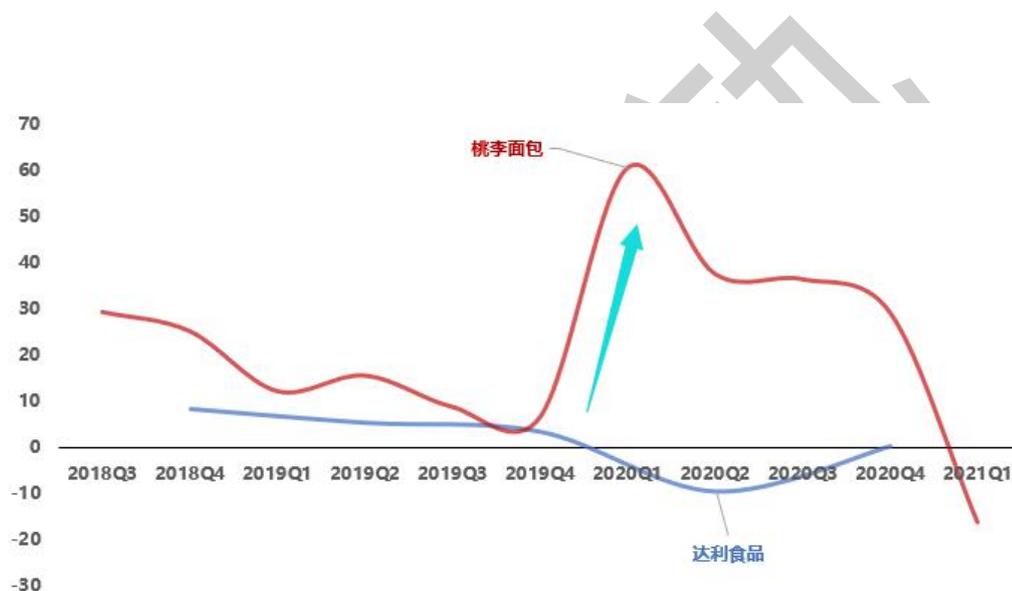
其休闲食品中：

- a) 膨化食品行业增速自 2016 年降至个位数；
- b) 甜味饼干及点心产品老化，2015 年至 2017 年行业增速在 2% 左右，且市场竞争激烈；
- c) 凉茶行业渗透率较高，双寡头王老吉和加多宝自 2013 年起进行了多次价格战，行业增速下滑较快，2017 年增速甚至为负。

2020 年，达利食品增速由正转负，主要是卫生事件导致出行、户外消费场景缺失，占比 30% 的饮料业务(功能饮料、凉茶)收入大幅下滑 13.5%。

不过，2019 年、2020 年，成长业务板块（豆本豆、短保面包）分别增长 41.63%、11.52%，根据安信证券数据，短保面包实现收入达到约 10 亿元，同比增速超过 40%，增长势头强劲。

2) 净利润增长



图：季度累计利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

桃李面包净利润增速，同样高于达利食品，且桃李 2020 年净利润大幅提升，明显超过收入增速，主要原因是社保阶段性减免政策和折旧减少所致，其中：

面包的原材料（如面粉、油脂、鸡蛋等）、制造费用单吨成本分别下降 5.8%、2.7%；折旧政策变更，导致营业成本减少 0.55 亿元，提升净利率 0.9 个百分点。

(肆)

对增长态势有所感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看 2020 年年报数据。

公司名称	营业收入	净利润	销售毛利率	销售净利率	营业收入增速	净利润增速
达利食品	210.24	38.49	39.31	18.31	-1.94	0.21
桃李面包	59.63	8.83	29.97	14.81	5.66	29.19

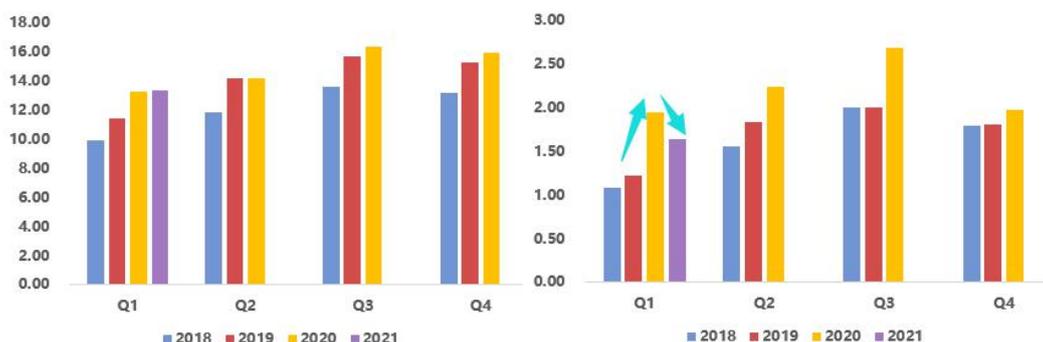
图：2020 年年报数据（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

2020 年，达利食品（210.24 亿元）>桃李面包（59.63 亿元）；增速方面，桃李面包（5.66 %）>达利食品（-1.94 %）。

具体来看：

1) **桃李面包**——2020 年全年，营业收入为 59.63 亿元，较上年同期增长 5.66%，净利润为 8.83 亿元，同比增长 29.19%，净利润增速高于营收，主要是原材料降价、社保费用减免政策，降低了营业成本、销售费用。



图：单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

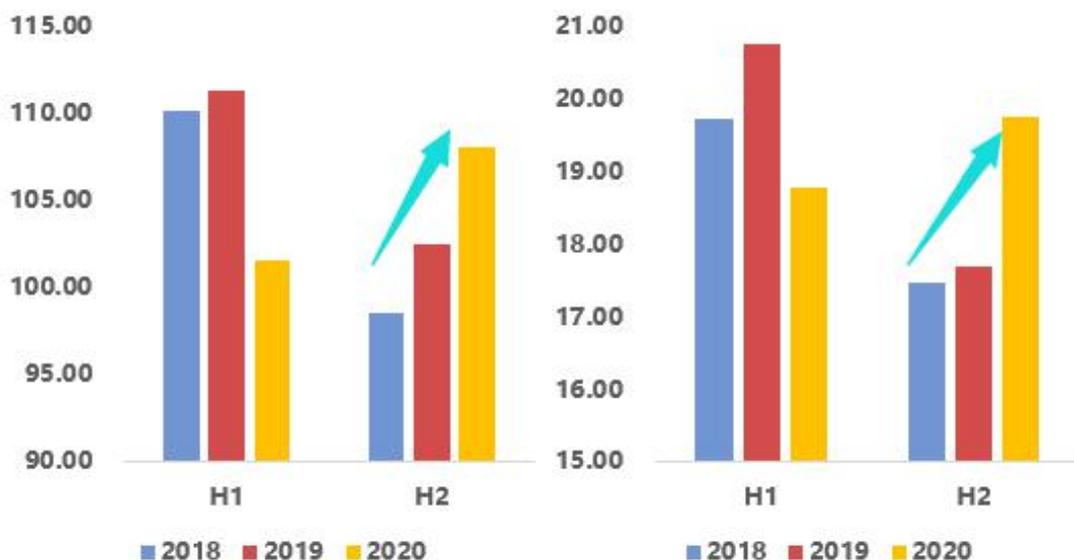
来源：塔坚研究

分地区来看，收入占比高达 46.97%的东北地区增速为 5.14%；华北（占比 23.8%）、华东（21.05%）、西南（12.51%）同比分别增长 7.04%、7.58%、9.52%，华南（占比 7%）受益经销商数量增加，业绩提升较快，同比增长 15.23%。

2021 年一季度，其实现收入 13.27 亿元，较上期增长 0.31%，主要是因为上年基数较高；由于面粉/棕榈油等原材料价格上涨，以及社保减免政策到期，归母净利润仅为 1.63 亿元，同比下滑 16.27%。

2) **达利食品**——2020 年，营业收入为 210.24 亿元，同比下滑 1.94%，受卫生事件影响较大；净利润 38.49 亿元，同比微增 0.21%，受政府补助等非经常性收入上升的影响，增幅高于收入增速，扣非净利润增速为-2.26%。

家庭消费业务，包括豆本豆（对标维他奶国际）、美焙辰（对标桃李）表现亮眼，2020 年实现收入 29.6 亿元，同比上升 11.5%，营收占比提升至 14.1%。

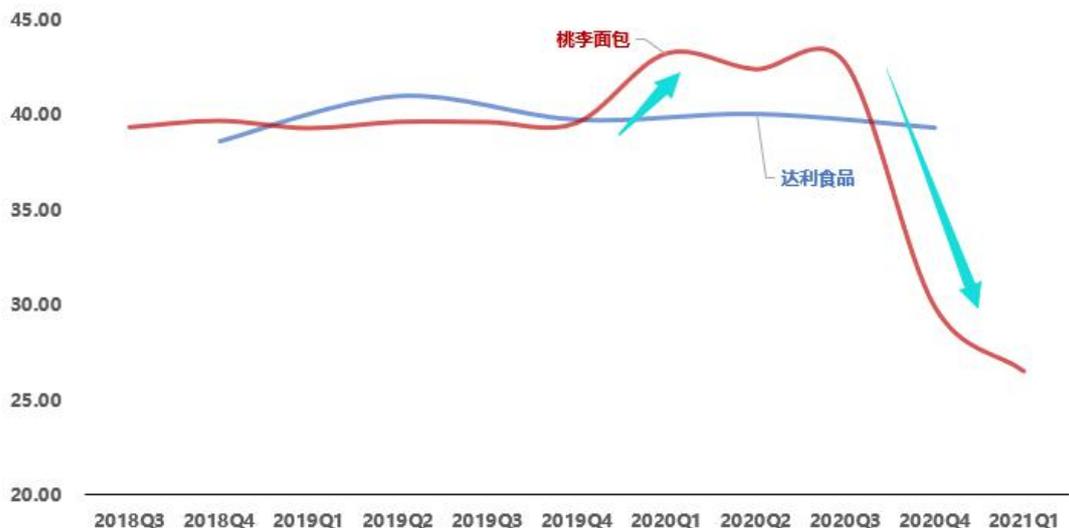


图：达利食品半年度收入（图左）、净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

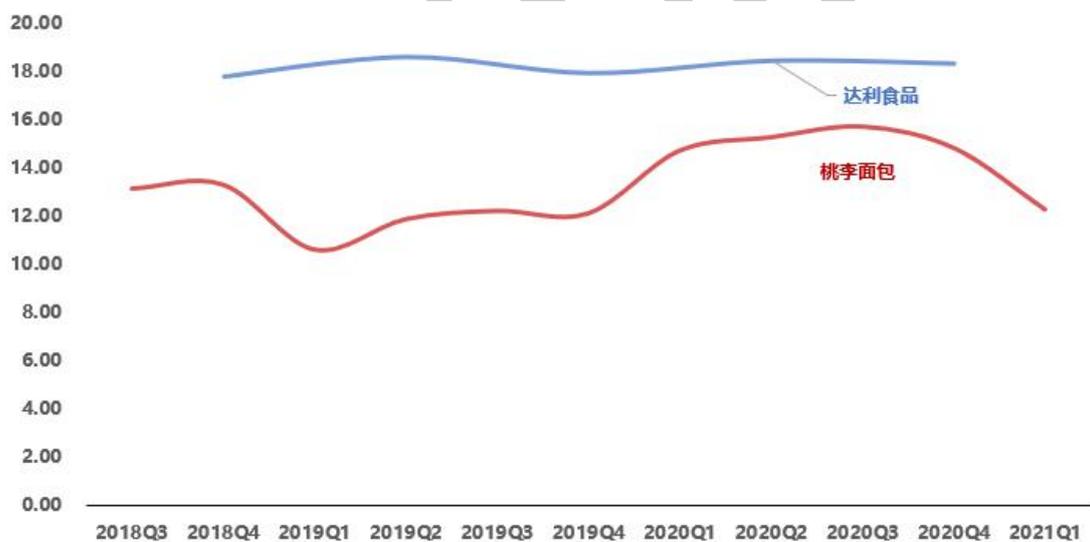
(伍)

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况：



图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究



图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

1) 毛利率方面

从成本构成看，面包的主要成本包括面粉、油脂等原材料（占比接近70%）、人工、能源（占比约30%左右）构成。

桃李招股书显示，各材料采购金额占当年（2015年H1）采购总额的比例，面粉（32.28%）>油脂（12.34%）>糖（6.99%）>鸡蛋（7.34%）>酵母（1.31%）。

随着桃李面包产能扩大，有一定规模效应，其面包的单吨成本（不考虑新会计准则影响）由1.09万元/吨降至0.96万元/吨，其中单吨材料、制造费用、人工成本均呈下降趋势。

达利方面，未披露相关数据。



图：桃李面包单吨成本构成（单位：万元/吨）

来源：塔坚研究

毛利率绝对值上，达利食品和桃李面包接近，均值都在 40%左右，不过桃李面包波动更加明显。

2020Q1-2020Q3，桃李面包毛利率有所提升，主要是原材料降价，以及社保费用减免、折旧减少；2020Q4，其毛利率大幅下滑，主要是四季度开始执行新收入准则，产品配送服务费由销售费用调整至营业成本（此前对于配送费的划分未经审计敲定，变更准则时间较滞后），减少毛利 7.28 亿元，占收入比重的 12%。

2) 净利率方面

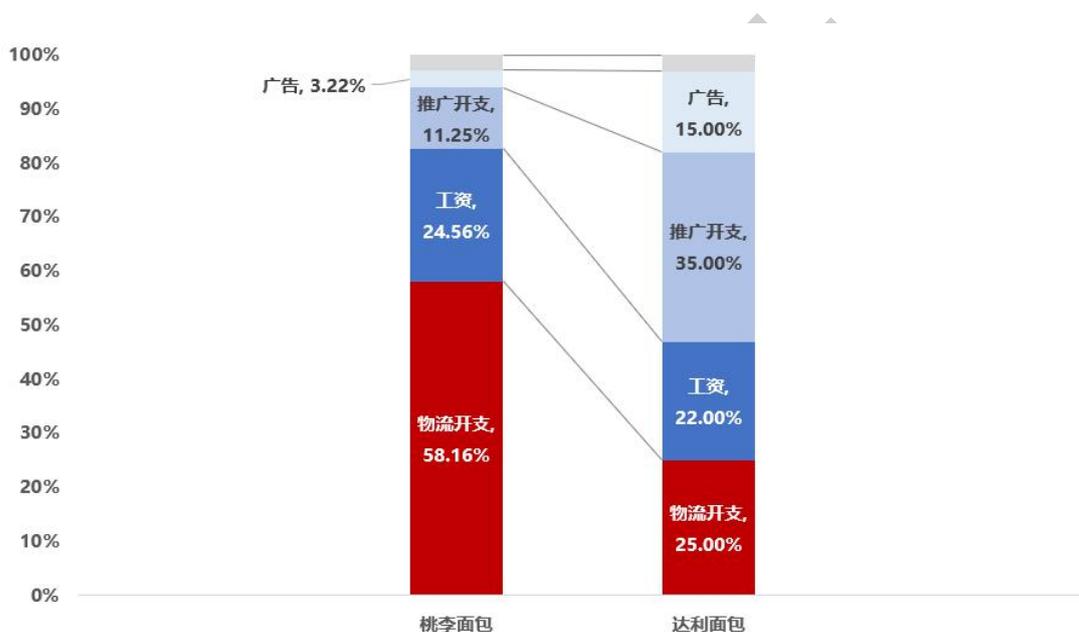
达利食品净利率，高出桃李面包约 5 个百分点，差异主要体现在销售费用率上，过去三年达利食品销售费用率均值为 16.73%，而桃李面包剔除新收入准则调整的影响，过去三年销售费用率均值为 21.14%。

达利食品的销售费用较低，主要与其销售模式、营销策略有关。其中：

1) 桃李以直营为主，直营模式收入占比约 62%，而达利是经销商模式。

此外，短保面包对经销要求更高，例如短保的维护周期是日维或隔日维护，而休闲食品维护周期为一周一次，因此，桃李的费用相对较高。

剔除新收入准则影响，桃李的物流开支占销售费用的比重高达 58.16%，推广开支占 11.25%，而达利依靠爆款拉动增长，在品牌投入和消费者培养方面需要更高的投入，根据招商证券数据，其广告开支和推广开支占比约 50%，物流支出占比仅为 25%。



图：桃李面包（2020 年年报）、达利食品（调研数据）销售费用结构

来源：Wind，招商证券，塔坚研究

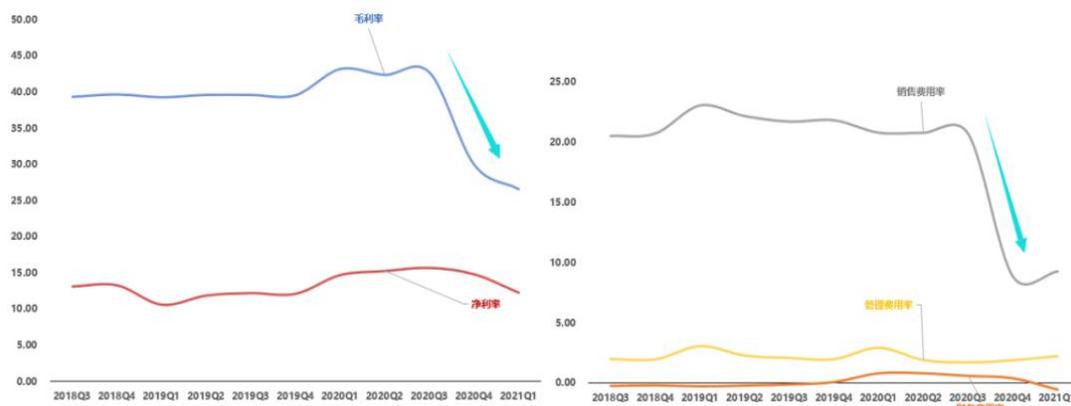
2) 营销策略方面，达利给予经销商较低的出厂价，而经销商则需要承担部分销售工作，因此其销售费用相对较低。数据上来看，达利 39% 的毛利率虽然与桃李接近，但是与其他饮料厂商 50%左右的毛利相比，确实较低。

(陆)

对利润率变动情况有感知后，我们再将两家公司拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

桃李面包——

毛利率和销售费用均下滑 13 个百分点，主要是新收入准则影响。



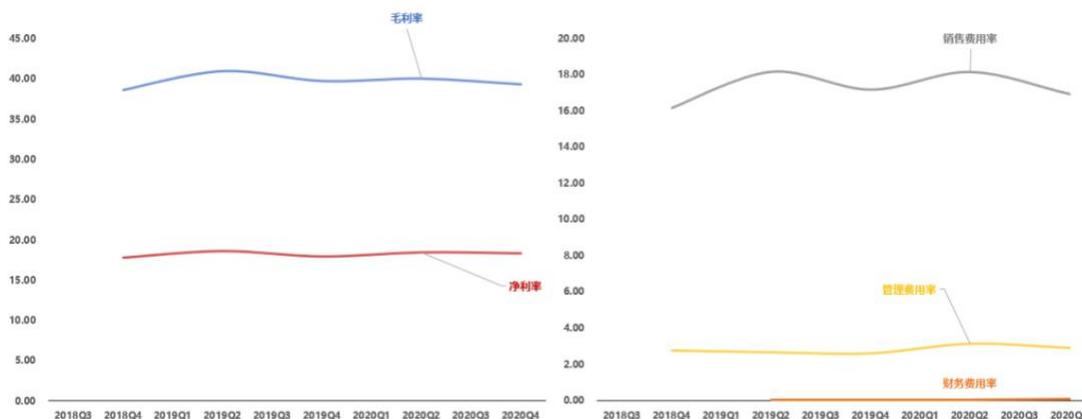
图：桃李面包费用率情况

来源：塔坚研究

达利食品——

毛利率、费用率，整体变动较小。

2020 年，毛利率微降 0.4 个百分点，其中，家庭消费业务毛利率波动相对较大，较上年减少 2.6 个百分点，主要是毛利率较低的短保业务营收占比上升。



图：达利食品费用率情况

来源：塔坚研究

(柒)

接着，我们来看短保面包赛道的关键经营数据：

短保面包，这门生意是得高效的“供应链体系”者得天下。

产品保质期短，高周转，可以保证配送频次提高，以及终端产品新鲜度的提升，进而提升用户购买意愿，降低退货率。

因此，我们重点对比渠道网点密度、渠道周转速度（配送频次）、以及产能布局等指标：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。 2) 尊重原创：如有引用未标注

来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。