

## 短保行业领跑者，多维度优势突出

## ——桃李面包首次覆盖

我们认为短保面包是食品行业优质赛道，桃李深耕短保面包行业 20 年以上，其实行的“中央工厂+批发配送”是短保面包最佳的商业模式，公司强大的产品力、渠道力、供应链效率与管理能力支撑其稳扎稳打成为全国短保面包龙头。公司全国化布局持续稳步进行，终端需求旺盛，未来将继续成长。

## 核心观点

- 为什么“中央工厂+批发配送”是短保面包最佳的商业模式：1) 短保面包处于渗透率持续上升的好赛道：烘焙行业量价齐升，渗透率有持续上升空间，短保面包市场规模远大于长保；2) 三大商业模式中，中央工厂+批发能够快速渗透渠道：相比而言，连锁门店前端过重扩张难，电商平台履约成本过高；3) 日本山崎以“中央工厂+批发配送”模式起家，占据高市场份额：成功关键在于把握行业快速发展阶段，复制“中央工厂+批发”模式，抢占优质渠道。
- 我们认为公司的核心竞争力在于优秀的配送密度和配送频次，背后是其产品力、渠道力、供应链效率与管理能力的体现。1) 产品力：保留经典+快速迭代，打造符合终端需求的“高性价比”产品组合。“高性价比”一直是桃李最重要的核心标签及品牌形象；2) 渠道力：直销为主建设稳固渠道，终端掌控力度强。公司渠道覆盖密度不断加深，具有先发优势；3) 供应链：稳定高效的供应链体系对实现及时配送和保障产品的新鲜度至关重要。对于桃李而言，最重要的两个环节是产能布局和配送效率。产能保障是前提，公司全国化的产能布局稳步进行，已拥有遍布全国的 19 个生产基地，浙江、沈阳、四川等工厂正在建设；物流体系精耕细作，管理能力支撑完善的配送体系，实现高配送效率。
- 继续看好公司发展，成熟市场稳健，新兴市场潜力十足：1) 成熟市场以东北、华北、西南（主要指重庆和成都）、西北（主要指西安）为代表，盈利能力稳定，通过不断下沉市场进一步增加渗透率；2) 新兴市场以华东、华中、华南等区域为代表，收入增速快，有较大发展空间，公司已形成规范的异地扩张模式，区域业绩终将拨云见日。

## 财务预测与投资建议

- 给予公司 21-23 年 EPS0.94/1.12/1.31 元。选取其他食品子版块龙头绝味食品、安琪酵母、良品铺子、盐津铺子、一鸣食品、巴比食品、立高食品为可比公司，基于可比公司估值法给予公司 21 年 37 倍 PE，对应目标价 34.78 元，首次给予“买入”评级。

## 风险提示

- 市场和产能的扩张不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题

| 公司主要财务信息      |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入(百万元)     | 5,644 | 5,963 | 6,600 | 7,506 | 8,702 |
| 同比增长(%)       | 16.8% | 5.7%  | 10.7% | 13.7% | 15.9% |
| 营业利润(百万元)     | 863   | 1,127 | 1,137 | 1,351 | 1,583 |
| 同比增长(%)       | 4.7%  | 30.6% | 1.0%  | 18.8% | 17.1% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 683   | 883   | 896   | 1,063 | 1,243 |
| 同比增长(%)       | 6.4%  | 29.2% | 1.5%  | 18.6% | 17.0% |
| 每股收益(元)       | 0.72  | 0.93  | 0.94  | 1.12  | 1.31  |
| 毛利率(%)        | 39.6% | 30.0% | 28.2% | 28.9% | 28.8% |
| 净利率(%)        | 12.1% | 14.8% | 13.6% | 14.2% | 14.3% |
| 净资产收益率(%)     | 19.1% | 20.6% | 18.0% | 20.1% | 21.8% |
| 市盈率           | 40.5  | 31.4  | 30.9  | 26.1  | 22.3  |
| 市净率           | 7.4   | 5.7   | 5.4   | 5.0   | 4.7   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 股价(2021年07月20日) | 29.08 元       |
| 目标价格            | 34.78 元       |
| 52周最高价/最低价      | 47.49/27.69 元 |
| 总股本/流通A股(万股)    | 95,221/95,221 |
| A股市值(百万元)       | 27,690        |
| 国家/地区           | 中国            |
| 行业              | 食品饮料          |
| 报告发布日期          | 2021年07月21日   |

| 股价表现  | 1周    | 1月     | 3月     | 12月    |
|-------|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现  | -2.32 | -14.97 | -17.46 | -28.09 |
| 相对表现  | -0.42 | -10.65 | -12.7  | -34.42 |
| 沪深300 | -1.9  | -4.32  | -4.76  | 6.33   |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 一、砥砺前行二十余载，成就短保面包龙头 .....                               | 6  |
| 1.1、立足短保面包行业，稳扎稳打成为全国龙头 .....                           | 6  |
| 1.2、家族企业特征明显，利益绑定共同创业 .....                             | 7  |
| 1.3、营收净利润持续提升，毛利率稳步增长 .....                             | 9  |
| 二、为什么我们认为“中央工厂+批发配送”是短保面包最佳的商业模式？ .....                 | 10 |
| 2.1 渗透率持续上升的好赛道，供给创造需求，渠道密集是第一要义 .....                  | 11 |
| 2.2 三大商业模式：连锁门店前端过重扩张难，电商平台履约成本过高，中央工厂+批发能够快速渗透渠道 ..... | 13 |
| 2.3 看日本：山崎以“中央工厂+批发配送”模式起家，占据高市场份额 .....                | 16 |
| 三、产品力、渠道力、供应链效率和管理，公司的核心竞争优势 .....                      | 18 |
| 3.1 影响盈利能力的核心影响因素：配送密度和配送频率 .....                       | 18 |
| 3.1.1 毛利率：关注制造和人工费用摊薄、退货率对毛利率的影响 .....                  | 19 |
| 3.1.2 净利率：毛净差拉大主要受运费率上升的影响 .....                        | 21 |
| 3.1.3 配送密度和配送频率是影响费用摊薄、退货率、运费率的直接因素 .....               | 22 |
| 3.2 配送密度和配送频次背后是公司的产品力、渠道力、供应链效率和管理 .....               | 22 |
| 3.2.1 产品力：保留经典+快速迭代，打造符合终端需求的“高性价比”产品组合 .....           | 23 |
| 3.2.2 渠道力：直销为主建设稳固渠道，终端掌控力度强 .....                      | 24 |
| 3.2.3 稳定高效的供应链体系是实现高频次配送的关键 .....                       | 26 |
| 四、看空间：成熟市场稳健，新兴市场潜力十足 .....                             | 28 |
| 4.1 成熟市场：盈利模型稳健，逐步下沉做大蛋糕 .....                          | 29 |
| 4.2 新兴市场：空间广阔，忍受亏损终将拨云见日 .....                          | 31 |
| 盈利预测与投资建议 .....   | 33 |
| 盈利预测 .....  | 33 |
| 投资建议 .....  | 35 |
| 风险提示 .....  | 35 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 桃李主要产品.....                                      | 6  |
| 图 2: 桃李面包发展历程.....                                    | 7  |
| 图 3: 公司各区域收入结构 (亿元).....                              | 7  |
| 图 4: 桃李面包股权结构.....                                    | 8  |
| 图 5: 2011-2020 收入规模及增速.....                           | 9  |
| 图 6: 2011-2020 归母净利润规模及增速.....                        | 9  |
| 图 7: 2011-2020 桃李毛利率和净利率.....                         | 10 |
| 图 8: 2011-2020 桃李期间费率.....                            | 10 |
| 图 9: ROE 拆解: ROE 受资产周转率影响.....                        | 10 |
| 图 10: 流动资产周转率 (次) 下降.....                             | 10 |
| 图 11: 2010-2020 年我国烘焙行业市场规模 (亿元).....                 | 11 |
| 图 12: 2010-2020 年我国烘焙行业量价增速拆分.....                    | 11 |
| 图 13: 烘焙食品人均消费量 (KG).....                             | 12 |
| 图 14: 我国烘焙食品下游结构 (亿元, 2020 年).....                    | 12 |
| 图 15: 我国包装化和未包装化产品规模 (亿元, 2020 年).....                | 12 |
| 图 16: 购买早餐场所的频率统计显示, 易得的卖早餐小摊、便利店等是主要场景 (2019 年)..... | 13 |
| 图 17: 短保烘焙食品的三种经营模式.....                              | 14 |
| 图 18: 一线城市面包店前期投入估算.....                              | 15 |
| 图 19: 克莉丝汀门店数量 (家) 下降.....                            | 15 |
| 图 20: 上海商铺平均租金 (元/日.平米).....                          | 15 |
| 图 21: 批发和零售业就业人员平均工资 (元).....                         | 15 |
| 图 22: 桃李终端渠道个数 (万).....                               | 16 |
| 图 23: 日本每户家庭平均每月面包支出 (日元, 2 人以上户).....                | 16 |
| 图 24: 面包占食品消费支出.....                                  | 16 |
| 图 25: 山崎面包异地扩张节奏.....                                 | 17 |
| 图 26: 日本烘焙行业竞争格局 (2020).....                          | 17 |
| 图 27: 山崎和富士工厂数量 (个) 变化.....                           | 17 |
| 图 28: 各渠道收入占比 (%).....                                | 18 |
| 图 29: 山崎面包各渠道数量 (个).....                              | 18 |
| 图 30: 公司的竞争力图解.....                                   | 18 |
| 图 31: 公司毛利率提升 (20 年起运费记成本影响毛利率).....                  | 19 |
| 图 32: 单位售价、单位成本及其同比变化.....                            | 19 |
| 图 33: 成本拆解 (2020): 直接材料 58%, 人工制造 25%.....            | 19 |

|   |          |
|---|----------|
| 图 34: 15 年起单吨制造+人工费用有明显下降 .....           | 19       |
| 图 35: 2011-2020 年公司销量 (吨) 及增速 .....       | 20       |
| 图 36: 退货金额与再售卖收入 (万元, 估算) .....           | 20       |
| 图 37: 公司毛利率到税前利润率拆解 .....                 | 21       |
| 图 38: 销售费用拆解 (2019 年) .....               | 22       |
| 图 39: 运费率比较 (运输费/营收, 2019 年) .....        | 22       |
| 图 40: 配送密度和配送频次是影响盈利能力的核心因素 .....         | 22       |
| 图 41: 配送密度和配送频次背后的核心竞争力 .....             | 23       |
| 图 42: 桃李广告费用占营业收入比重低于同业 .....             | 24       |
| 图 43: 桃李面包的销售模式 .....                     | 25       |
| 图 44: 桃李直营和经销模式收入占整体营收的比例 .....           | 25       |
| 图 45: 2013-2020 年桃李的直营业收入年均增长 17.1% ..... | 25       |
| 图 46: 2013-2020 年桃李的经销收入年均增长 23.2% .....  | 25       |
| 图 47: 销售人员数量 .....                        | 25       |
| 图 48: 销售人均工资 (元) 与单个人终端数 .....            | 25       |
| 图 49: 桃李终端渠道个数 (万) .....                  | 26       |
| 图 50: 桃李面包全国产能布局情况 .....                  | 27       |
| 图 51: 桃李物流模式分两级 .....                     | 27       |
| 图 52: 桃李运输车辆每日半夜配送确保产品新鲜 .....            | 27       |
| 图 53: 桃李配送模式 .....                        | 28       |
| 图 54: 桃李收入地区分布 (2020 年, 不含内部抵消) .....     | 29       |
| 图 55: 2017-2020 年分区域营收复合增速 .....          | 29       |
| 图 56: 公司全国布局情况 .....                      | 29       |
| 图 57: 以东北、华北、西南为代表的成熟地区毛利率普遍超过 30% .....  | 30       |
| 图 58: 以东北、华北、西南为代表的成熟地区净利率普遍超过 10% .....  | 30       |
| 图 59: 以东北、华北、西南为代表的成熟地区的渗透率 .....         | 30       |
| 图 60: 成熟市场盈利模型稳健, 强者愈强 .....              | 31       |
| 图 61: 华中区域收入 (万元) .....                   | 31       |
| 图 62: 武汉子公司的净利润 (万元) .....                | 31       |
| 图 63: 华南区域收入 (万元) .....                   | 32       |
| 图 64: 东莞子公司的净利润 (万元) .....                | 32       |
| 图 65: 推进式布局对盈利情况的讨论 .....                 | 32       |
| 图 66: 跳岛式布局对盈利情况的讨论 .....                 | 32       |
| 图 67: 各区域渗透率 (2020 年) .....               | 33       |
| <br>                                      |          |
| <b>表 1: 公司现任主要管理班子 .....</b>              | <b>8</b> |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 2: 桃李员工持股计划.....           | 9  |
| 表 3: 短保烘焙食品的三种经营模式对比.....    | 14 |
| 表 4: 退货率增加对毛利率和净利率的影响估算..... | 20 |
| 表 5: 桃李不断推出新品 .....          | 23 |
| 表 6: 桃李产能规划.....             | 33 |
| 表 7: P/E 估值法可比公司估值 .....     | 35 |

## 一、砥砺前行二十余载，成就短保面包龙头

### 1.1、立足短保面包行业，稳扎稳打成为全国龙头

公司为国内短保面包龙头，深耕行业 20 年以上。公司成立于 1997 年，主要经营面包及糕点、月饼、粽子三大类产品，其中以面包为核心，短保面包为主，面包的销售收入占公司收入的比例在 98% 左右。目前拥有软式面包、起酥面包和调理面包 3 大系列，包含 30 余个品种，此外，月饼和粽子主要是针对传统节日开发的节日食品。

图 1：桃李主要产品



数据来源：公司官网，东方证券研究所

复盘桃李的发展可分为三个阶段，具体为：

**初创期（1995-2000 年）：**1995 年，退休教师吴志刚在辽宁省东南部的边境城市丹东开了一家面包作坊，主打新鲜与健康。桃李面包股份有限公司的前身为沈阳市桃李食品有限公司，在 1997 年 1 月由吴志刚和吴学群共同出资成立。这期间南下建厂，四川地区有所成效，华东华中受挫，初步实现从跨区域扩张，于 2000 年收入首次破亿。

**快速成长期（2001-2014 年）：**试错后决定坚守面包主业，通过收购陆续完成了对长春桃李、大连桃李和成都桃李等公司的整合，并收购塑料包装厂，进一步扩大了自身规模。进一步完成从东北区域-华北区域-西南区域到全国的辐射。

**全国扩张期（2015-至今）：**2015 年，在面包行业良好增长的背景下，公司的生产设备产能利用率已处于基本饱和状态，为满足公司业务快速发展，加快建设新的生产基地。其“中央工厂+批发”模式具有较强的异地复制性，公司通过 IPO、定增和可转债进行了三次募资，累计募资 23.6 亿，加速全国性扩张计划。2015 年至今，公司全国零售终端从 9 万个增长至 29 万，生产基地从 14 个增长至 19 个，5 年内实现产量翻倍，营收净利持续增长。

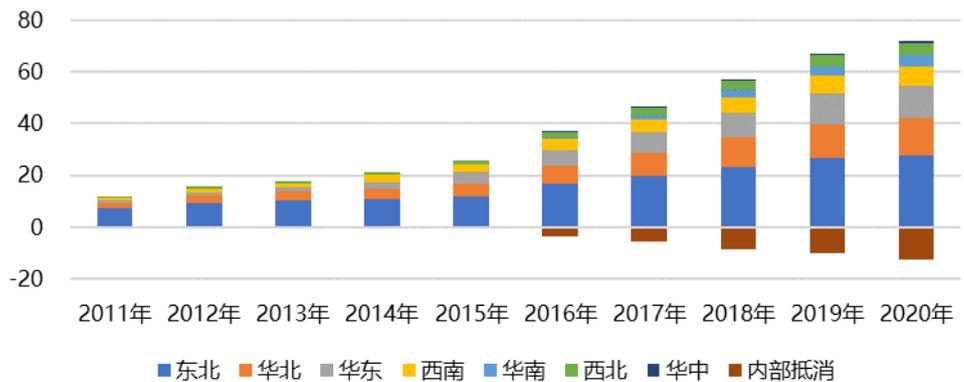
图 2：桃李面包发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，东方证券研究所

公司从东北起家，目前已经发展成全国化的工业短保面包龙头企业，以东北、华北、西南区域作为收入和利润的主要来源，提供稳定的现金流保障，重点拓展华东、华中、华南区域，形成了一定的发展梯队。其核心产品面包及糕点所使用的桃李品牌也已成长为跨区域的全国知名面包品牌。依托高性价比的产品、细致的管理、强大且稳定的供应链实力及“中央工厂+批发”的经营模式带来的渠道渗透能力，公司不断强化其综合竞争力。

图 3：公司各区域收入结构（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2、家族企业特征明显，利益绑定共同创业

公司家族企业特征明显。1995年，吴志刚退休后创办桃李，盛雅莉与吴志刚为配偶关系，吴学东、吴学群、吴学良分别为二者的长子、次子和三子，上述五人为公司前五大股东和实际控制人，并签署了《一致行动人协议》。盛龙、盛亚萍和盛莉与盛雅莉为姐弟关系，家族8人合计持有公司股份67.82%。

图 4：桃李面包股权结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

短保面包是一门辛苦生意，家族创业和利益与共的精神是取得成功的重要因素。做短保面包生意，需要起早贪黑生产、送货，持续性的高强度工作，是一门较为辛苦的生意，且市场培育需要一定时间，前期增长缓慢且需要忍受一段时间的亏损，需要有较强的忍耐力和主人翁精神才能持续推进。而公司由家族企业发展而来，利益绑定下众人齐心协力。创业初期，三兄弟分别负责山东、东北（沈阳吉林）、西南（西安成都北京）等市场，亲力亲为管理各个区域的治理、生产、营销等关键环节，多点开花，方实现跨区域的突破。

发展二十余年以后，创始人退休，权力交接顺利完成，目前管理层稳定，核心管理团队经验丰富。目前次子吴学群作为最大自然人股东持有公司 24.96% 股份，自 2007 年股份公司设立起一直担任总经理，全面主持公司经营管理。三子吴学亮自 2009 年 5 月-2019 年 3 月任公司董事和副总经理。2018 年底，创始人吴志刚退出董事会，2019 年 4 月，三子吴学亮接任为公司董事长。在企业高速发展的成长期和扩张期，家族企业因血缘纽带带来的管理层稳定和相互信任，配合经验丰富的职业经理人的管理，能更大程度上保证公司长期的稳定发展。

表 1：公司现任主要管理班子

|     | 现阶段主要负责区域              | 履历        |
|-----|------------------------|-----------|
| 吴学群 | 华东+华南市场：深圳、东莞、江苏、浙江、银川 | 东北市场开拓经验  |
| 吴学亮 | 华中+西南市场：武汉、南昌          | 西南市场开拓经验  |
| 林元  | 华南部分+华东部分：合肥、广西、福州、厦门  | 东北市场开拓经验  |
| 林基春 | 海南市场                   | 哈尔滨市场开拓经验 |
| 于庆阳 | 新疆                     | 包头市场开拓经验  |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

员工持股计划分五期，促进公司利益和员工利益的统一。桃李计划在 2017 年至 2021 年的五年内，每年设立一期员工持股计划，共计五期，至今已实施五期，员工合计持股比例由起初的 0.04% 升至 1.48%。员工持股计划将有效调动员工的积极性，建立内部员工积极参与公司经营管理和监督的长效机制。

表 2：桃李员工持股计划

| 批次  | 实施时间       | 每期参与人数 | 每期持股数量    | 每期持股比例 |
|-----|------------|--------|-----------|--------|
| 第一期 | 2017 年 5 月 | 108    | 260,582   | 0.040% |
| 第二期 | 2018 年 7 月 | 109    | 183,820   | 0.028% |
| 第三期 | 2019 年 5 月 | 127    | 260,000   | 0.040% |
| 第四期 | 2020 年 2 月 | 127    | 191,881   | 0.029% |
| 第五期 | 2021 年 2 月 | 200    | 1,017,789 | 0.15%  |

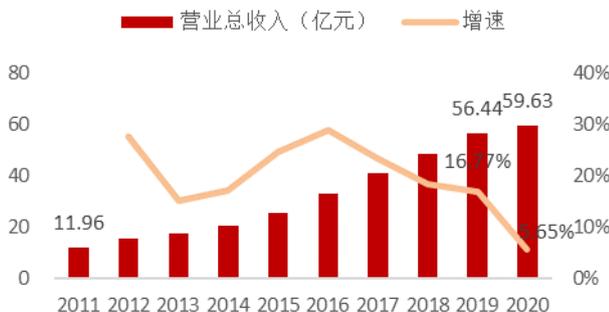
注：由于公司实施资本公积金转增股本事项，第一期员工持股计划由 186,130 股增至 260,582 股；第二期员工持股计划由 131,300 股增至 183,820 股。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.3、营收净利润持续提升，毛利率稳步增长

营收和净利润持续提升，毛利率稳步增长。公司 11-19 年营收复合增速达 21.40%，归母净利复合增速达 21.27%。20 年受疫情影响，营收增速放缓，实现营收 59.63 亿元/+5.66%；受益于社保费用减免、折旧政策调整、市场竞争放缓等原因，公司 20 年净利率创新高，实现归母净利润 8.83 亿元/+29.19%。未来随着产能逐步释放和市场逐渐成熟，公司的营收、净利有望维持稳定增长。

图 5：2011-2020 收入规模及增速



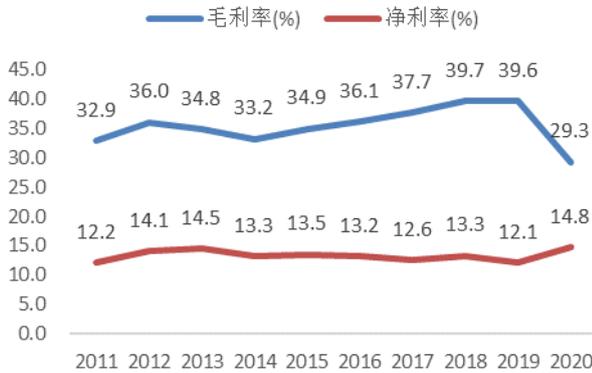
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：2011-2020 归母净利润规模及增速



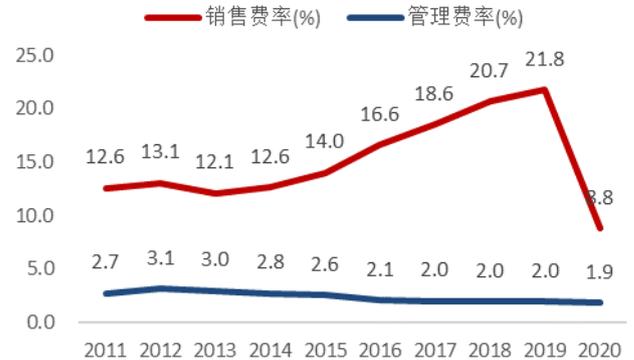
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2011-2020 桃李毛利率和净利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

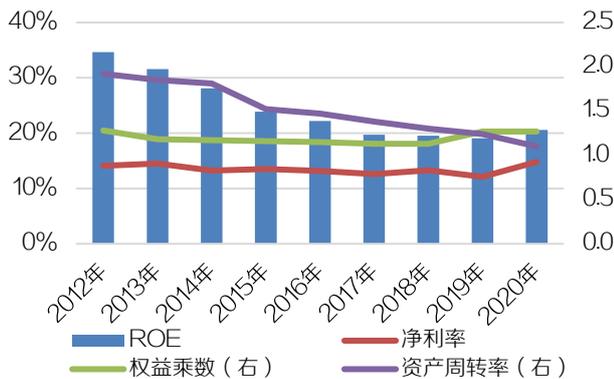
图 8：2011-2020 桃李期间费率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

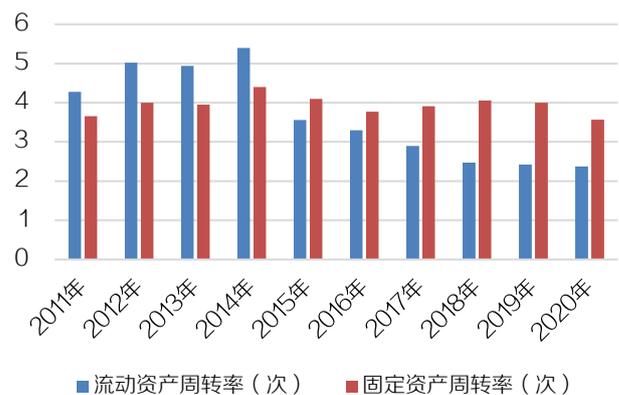
ROE 整体处于较高水平，近几年略有下滑主要系流动资产周转率下降。杜邦分析来看，公司权益乘数、净利率都较为稳定，ROE 主要与资产周转率联动性较高。近几年来，资产周转率有所下滑，进一步拆分来看，固定资产周转率变化不大，体现出公司固定资产投入和收入增长基本一致；但由于 15 年 IPO、17 年定增、19 年转债这三次募资对公司流动资产有充分补充，导致流动资产周转率有明显下降，这是总资产周转率下降，ROE 有所下滑的主要原因。我们认为，随着公司异地布局的深化，资金得到有效利用，周转率有较大的提升空间，从而促进 ROE 提升。

图 9：ROE 拆解：ROE 受资产周转率影响



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：流动资产周转率（次）下降



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 二、为什么我们认为“中央工厂+批发配送”是短保面包最佳的商业模式？

近年来烘焙行业快速增长，尤其是短保面包的渗透率仍在提升。在这快速扩容的赛道中，由于短保面包具有的代餐属性，消费者购买短保面包的其中一个考虑因素是方便，若能将短保面包铺设到毛细血管级别的渠道，让消费者触手可及，一定程度上能够刺激消费者的购买需求。在短保面包的三种商业模式中，连锁门店前端过重不易扩张，电商模式履约成本较高适合高客单高毛利的低频产品，“中央工厂+批发配送”有助于快速拓展渠道，渗透终端，我们认为这是短保面包行业最佳的商业模式。

式。参考日本短保面包行业龙头“山崎面包”，从关东起家，通过“中央工厂+批发”的模式异地复制和扩张，后来居上成为行业龙头，侧面证明了这一模式的优越性。具体分析如下：

## 2.1 渗透率持续上升的好赛道，供给创造需求，渠道密集是第一要义

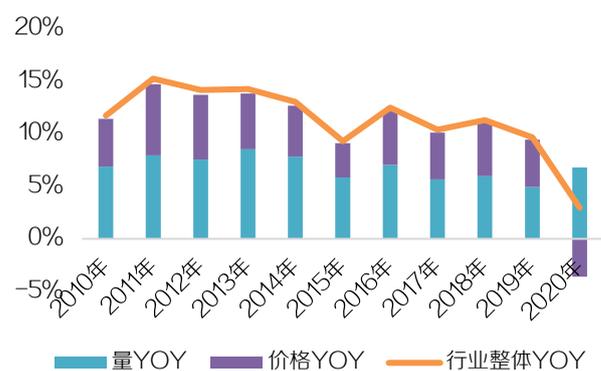
**烘焙行业量价齐升，处于双位数增长阶段。**烘焙食品于上世纪 80 年代引入大陆，于 20 世纪末开始快速发展。据欧睿国际数据显示，2010-2019 年复合增长率达到 12%，20 年由于疫情影响，增速放缓，行业零售额规模达 2358 亿元/+2.96%。拆分量价来看，2010-2019 年量价复合增速分别为 7%和 5%，量价齐升推动行业整体规模双位数增长，20 年受疫情扰动，价格有所下跌，但行业量价齐升态势预计仍能维持。

图 11：2010-2020 年我国烘焙行业市场规模（亿元）



数据来源：欧睿，东方证券研究所

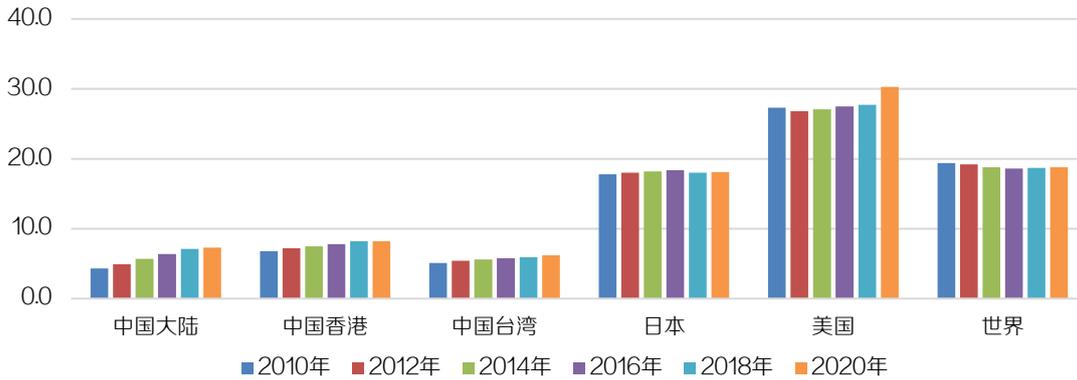
图 12：2010-2020 年我国烘焙行业量价增速拆分



数据来源：欧睿，东方证券研究所

**中国大陆烘焙食品人均消费量对标其他区域仍然较低，渗透率有持续上升空间。**虽然近年来中国大陆烘焙食品行业增长迅速，但人均消费量与港台、日美及世界平均都仍有差距。根据欧睿数据，2020 年我国大陆人均烘焙食品消费量为 7.3kg，远低于美国等西方发达国家的人均消费量，也低于 18.8kg/人的世界平均水平，与饮食习惯较为接近的港台、日本相比，我国大陆的人均消费量仍具有翻倍甚至三倍的增长空间。虽然烘焙行业进入我国较晚，中国的饮食文化中包子馒头占据一席之地，国人对面包的西化程度与日本香港不同，但是未来随着饮食习惯的变化，国人面包消费存在持续的渗透率上升空间。

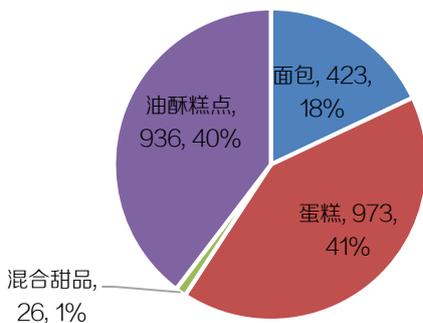
图 13: 烘焙食品人均消费量 (KG)



数据来源: 欧睿, 东方证券研究所

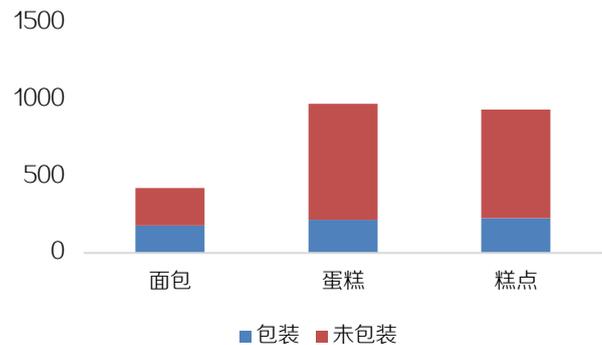
分结构看,短保面包市场规模远大于长保。看烘焙食品下游结构,面包、蛋糕和糕点分别占据两成、四成和四成的销售额。其中,约75%是未包装产品,我们可将其视为烘焙门店直接售卖的短保食品,25%是食品工业企业生产的包装类产品,包括包装化的短保和中长保烘焙类食品。总体来看,根据我们的估算,短保烘焙食品市场规模远大于长保,整体市场规模可能在长保的四倍左右。未来随着长保面包的短保化、烘焙门店的工业化,食品工业企业制造的短保面包市场规模有望持续提升。

图 14: 我国烘焙食品下游结构 (亿元, 2020 年)



数据来源: 欧睿, 东方证券研究所

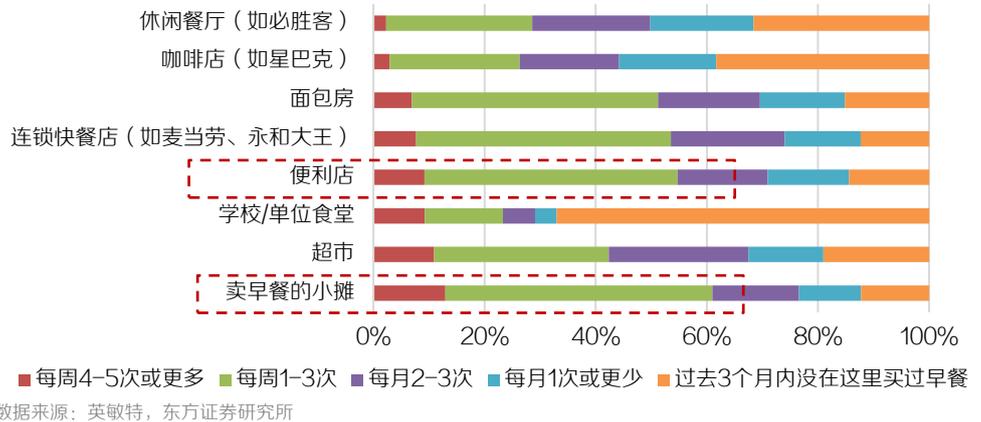
图 15: 我国包装化和未包装化产品规模 (亿元, 2020 年)



数据来源: 欧睿, 东方证券研究所

短保面包具有易得、偏即时消费的代餐属性,尚处于市场扩容阶段,供给一定程度上可以创造需求。消费者购买短保面包一个很重要的原因是方便,比如在上班路上顺便在街边小店购买一个面包当做早餐,不用绕路,省时省力而且不贵。因此对于企业来说,若能够将渠道建设覆盖到毛细血管级别,触及到更多的消费者,将会促进消费者产生购买短保面包的需求。

图 16：购买早餐场所的频率统计显示，易得的卖早餐小摊、便利店等是主要场景（2019 年）



## 2.2 三大商业模式：连锁门店前端过重扩张难，电商平台履约成本过高，中央工厂+批发能够快速渗透渠道

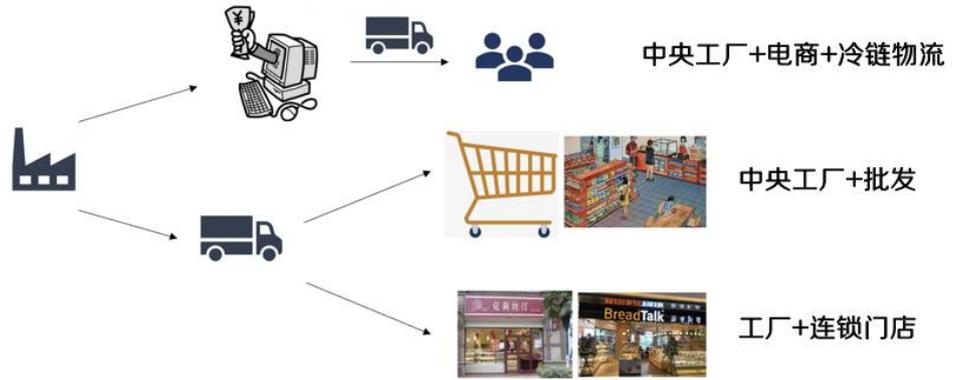
短保烘焙食品的经营模式可分为三大类，分别为“中央工厂+批发”模式、“工厂+连锁门店”模式和“中央工厂+电商+物流”模式，前两者为主：

1) “中央工厂+批发”模式是指：企业在各个城市设立生产加工工厂，以工厂为圆心，通过流水线生产线和现代化的生产设备直接生产成品，以集中物流将产品批发给本地及周边城区的商超或经销商，最后销售给终端消费者。这种经营模式生产自动化程度较高，便于区域扩张、规模化和渠道下沉，但对物流要求高，前期开发市场投入花费大，以桃李、宾堡为代表。

2) “工厂+连锁门店”模式以在店面销售为特征，是指：企业在城区周边设立工厂，制作成品或半成品，运送到市区的蛋糕店、西饼屋等门店进行现场加工、销售。按照工厂生产的成品程度，又可细分为三种，包括成品配送、半成品配送+再制，前店后场模式。这种经营模式多定位于城市的时尚消费群体，店面装潢整洁精致，产品新鲜、形状美观，受到大量年轻人的青睐，以克莉丝汀、好利来为代表。

3) “中央工厂+电商+冷链物流”模式指中央工厂统一生产以后，通过电商售卖，冷链物流运输给消费者。

图 17：短保烘焙食品的三种经营模式



数据来源：公开资料，东方证券研究所

表 3：短保烘焙食品的三种经营模式对比

| 模式           | 特征                         |                         | 优势                         | 劣势                | 受众                            | 代表品牌      |
|--------------|----------------------------|-------------------------|----------------------------|-------------------|-------------------------------|-----------|
| 中央工厂+批发      | 工厂直接生产成品，再配送至商超、经销商处销售     |                         | 自动化和标准化程度高，便于区域扩张、规模化和渠道下沉 | 对终端掌控能力有更高要求      | 老人、家庭主妇等常在商超采购的消费者人群为主，偏中低端路线 | 桃李、曼可顿    |
| 工厂+连锁门店      | 成品配送                       | 中央工厂生产成品，配送至门店进行销售      | 店面精致，产品新鲜美观，推广效果好          | 人力、租金等成本限制扩展范围和速度 | 对年轻群体吸引力更大，注重消费体验，偏向中高端       | 克里斯汀      |
|              | 半成品配送+再制                   | 中央工厂制成半成品，配送至门店后进行加工后销售 |                            |                   |                               | 85度C、面包新语 |
|              | 前店后厂                       | 加工和门店一体化，后场制作成品后，在前店销售  |                            |                   |                               | 好利来       |
| 中央工厂+电商+冷链物流 | 中央工厂生产后，利用电商平台销售，再利用冷链物流配送 |                         | 经营成本低                      | 对物流要求高            | 以年轻消费群体为主                     | 诺心蛋糕      |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

正如上文提到，短保面包具有代餐性质，消费者看重其新鲜、易得、性价比高的属性，因此对渠道密集型要求较高。渠道越是密集，能够触达到更多消费者，越能够激发消费者的购买需求。相比于电商模式和连锁门店模式，中央工厂+批发配送的模式能够覆盖到更多的渠道，为消费者提供便利。具体如下：

电商履约成本过高，适合做高客单价高毛利率的鲜蛋糕类产品来摊薄履约费用，这类产品消费往往低频。“中央工厂+电商+物流”的模式会面临履约成本过高的问题，以香送面包这家做纯线上

面包的品牌为例，其产品客单价一般在 30~40 元，但是由于要实现半小时送到，其人力、物流配送和包材成本等要在 10 元以上，履约费用率超过 30% 从而侵蚀利润。因此，这类模式更适合于高客单价高毛利率的鲜蛋糕产品，以 21cake 为例，其客单价一般超过 200 元，履约费用在 20~30 元左右，履约费用率 10%+，由于客单价的提升大大摊薄了履约费用率，从而跑通盈利模型。因此，对于“中央工厂+电商+物流”的模式而言，其对应产品往往是客单价上百元的高毛利率产品，但此类产品往往低频消费，低复购率。

连锁门店前端过重，扩张速度受限，且受到人工、租金费用逐年增长的影响，利润受挤压，近几年多关店。以一线城市 30 平米的小面包店为例，综合考虑装修、设备、房租等投入，开设一家面包店的投资额在 30 万元左右，扩张速度受高投资额与选址、装修等工程的限制。另外一方面，客流量下滑导致收入减少，而人工、租金费用的逐年增长进一步挤压面包店利润，部分连锁面包店面临亏损，不得不关店。

**图 18：一线城市面包店前期投入估算**

| 项目    | 金额（万元） | 备注          |
|-------|--------|-------------|
| 装修费   | 6      | 2000元/平，30平 |
| 设备费   | 8      |             |
| 前期原材料 | 2      |             |
| 房租    | 13     | 12元/平*天，按年交 |
| 其他费用  | 1      | 开业宣传费等      |
| 前期投入  | 30     |             |

数据来源：草根调研，东方证券研究所

**图 19：克莉丝汀门店数量（家）下降**


数据来源：公司年报，东方证券研究所

**图 20：上海商铺平均租金（元/日·平米）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

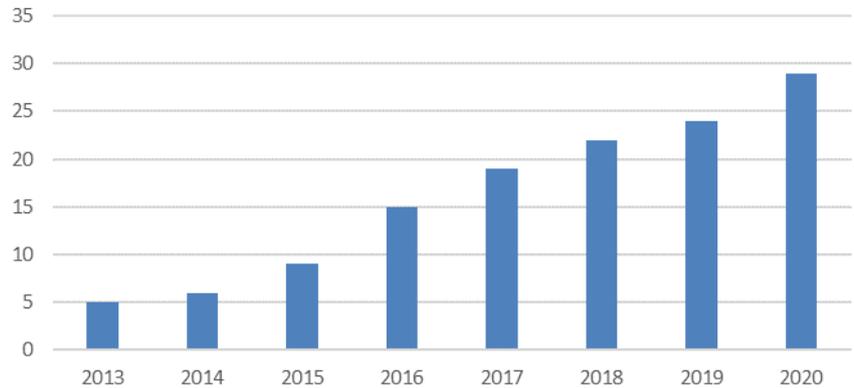
**图 21：批发和零售业就业人员平均工资（元）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

而“中央工厂+批发配送”的模式下，公司在各工厂覆盖区域采取集中生产和配送，供应标准化的

产品及包装，提升效率，长驱直入商超、便利店、社区店等消费者日常接触的场景，占据大量终端网点，渗透率高、曝光度高，更容易走进消费者的主食结构中，具备扩张潜力。以桃李为例，公司每年新拓展渠道达到 2-3 万家，目前已经覆盖到约 29 万个终端网点，通过中央工厂+批发的形式快速抢占货架资源，具备渠道先发优势。

图 22：桃李终端渠道个数（万）

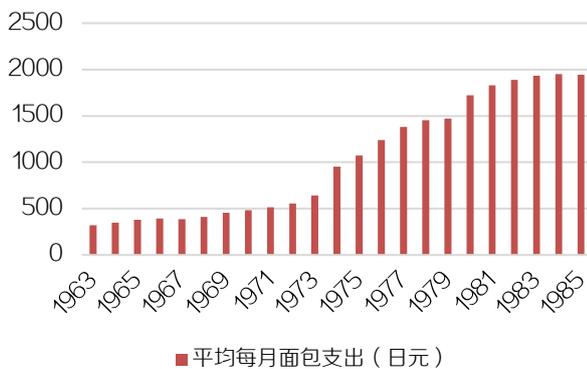


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 2.3 看日本：山崎以“中央工厂+批发配送”模式起家，占据高市场份额

1960-1980 年间，日本面包行业进入发展黄金期，主要系二战后，因大米供应不足，小麦制品开始推广开来，而且面包作为主食加入到学生营养餐中，饮食习惯开始培育。整体来看，该段时期每户家庭平均每月面包支出（2 人以上户）从 300 日元上升到近 2000 日元，面包消费支出占食品比例上升至 2.7%。

图 23：日本每户家庭平均每月面包支出（日元，2 人以上户）



数据来源：日本总务省统计局，东方证券研究所

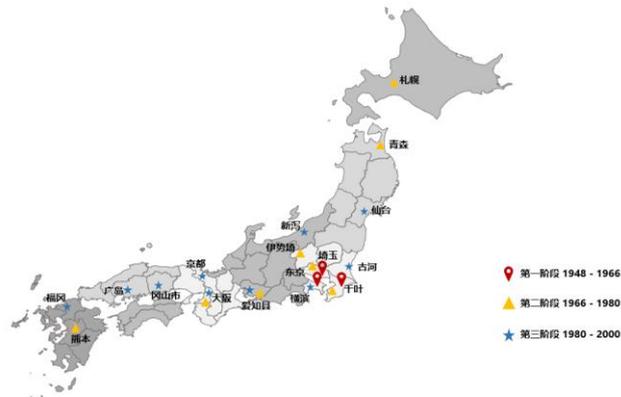
图 24：面包占食品消费支出



数据来源：日本总务省统计局，东方证券研究所

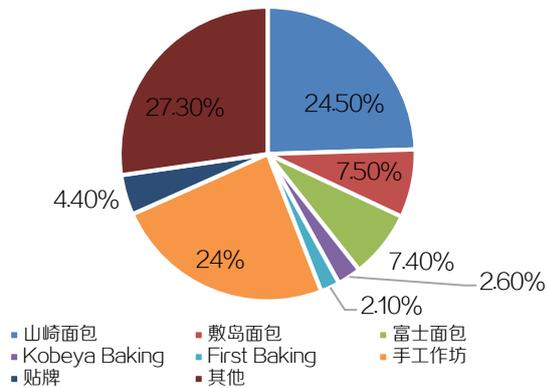
山崎面包作为后起之秀，抓住日本面包行业发展的黄金时期，突围成为行业龙头。其从成熟的关东市场出发，通过不断异地建厂的方式实现跨区域扩张，复制“中央工厂+批发”的区域模型，工厂数量从1966年（上市年份）的6家扩张到1976年的17家，而同时他的竞争对手富士工厂仅增加3家，因此逐渐与其他参与者拉开了差距，成为行业老大。目前山崎面包的终端网点数量达到11万个，其中便利店、食杂店、商超占比分别为48%、30%、18%，渠道覆盖密度达到1150人/单个终端。山崎取得成功的重要原因是把握住行业快速发展的阶段，坚持并复制“中央工厂+批发”的模式，抢占商店、便利店和食杂店等优质渠道，占领消费者心智。

图 25：山崎面包异地扩张节奏



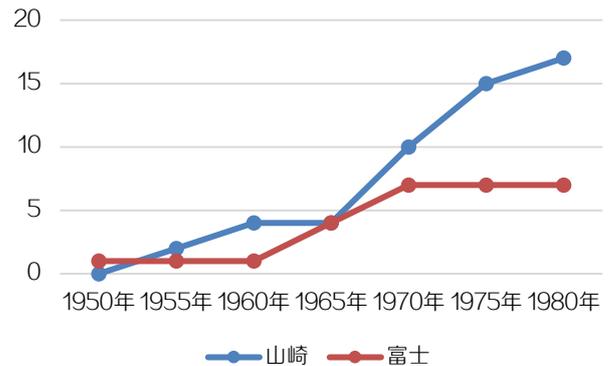
数据来源：山崎面包官网，东方证券研究所

图 26：日本烘焙行业竞争格局（2020）



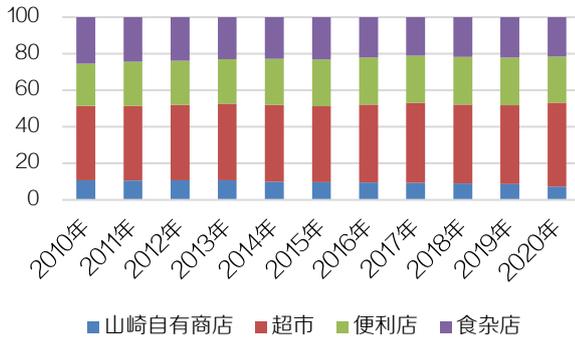
数据来源：欧睿，东方证券研究所

图 27：山崎和富士工厂数量（个）变化



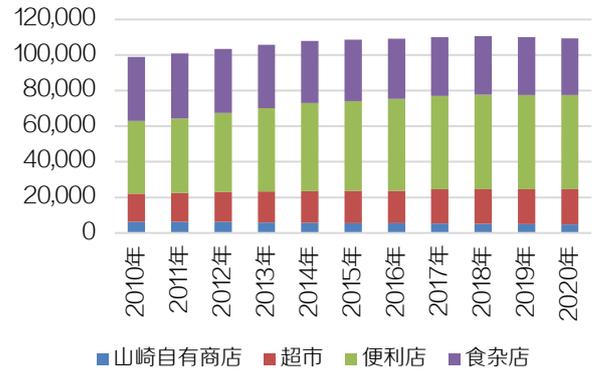
数据来源：山崎面包官网，东方证券研究所

图 28: 各渠道收入占比 (%)



数据来源: 山崎面包官网, 东方证券研究所

图 29: 山崎面包各渠道数量 (个)

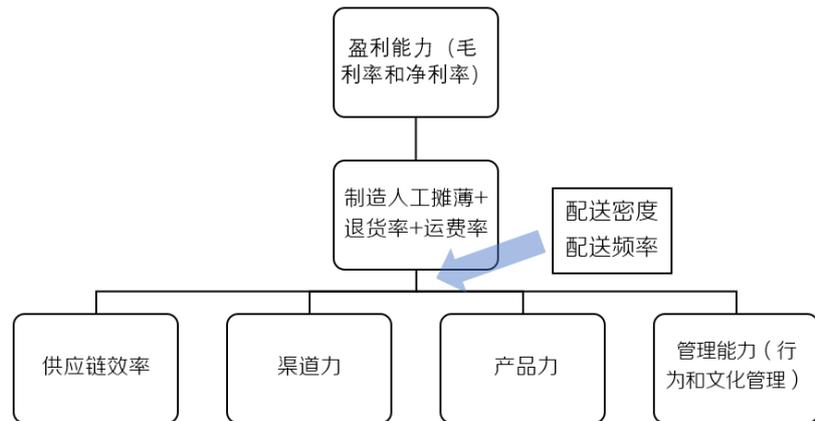


数据来源: 山崎面包官网, 东方证券研究所

### 三、产品力、渠道力、供应链效率和管理, 公司的核心竞争优势

我们认为影响公司盈利能力的两个关键因素是配送密度和配送频次, 优秀的配送密度和配送频次是公司产品力、渠道力、供应链效率与管理能力的综合表现, 是公司核心竞争力的最佳体现。

图 30: 公司的竞争力图解



数据来源: 东方证券研究所

#### 3.1 影响盈利能力的核心影响因素: 配送密度和配送频率

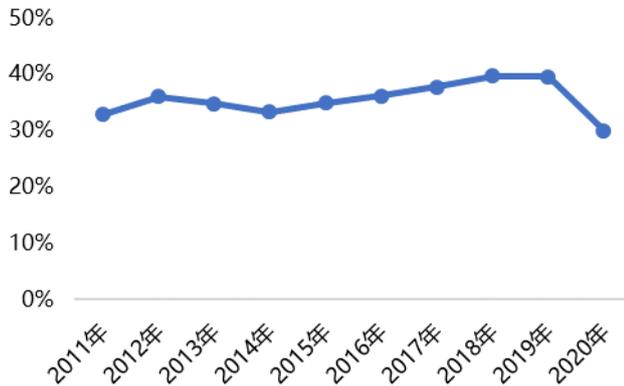
通过拆解盈利指标, 我们发现, 14 年以来公司毛利率持续上升并维持在较高位置, 主要受益于制造和人工费用摊薄、退货率低于行业平均, 净利率略有下滑主要原因是运费率有明显上升。制造和人工费用、退货率、运费率是影响公司盈利能力的直接因素, 而这又与配送密度和配送频次相关。我们定义配送密度为渠道网络的密集度\*渠道网络的需求旺盛度, 配送密度越高, 越能够降低制造和人工费用、运输费用, 而配送频次越高, 越能够提供新鲜的面包避免过期, 降低退货率, 但是会导致运输费用的大幅增加。因此, 配送密度和配送频次在一定程度上需要互相权衡, 两者综合来看

是影响公司盈利能力的核心因素。

### 3.1.1 毛利率：关注制造和人工费用摊薄、退货率对毛利率的影响

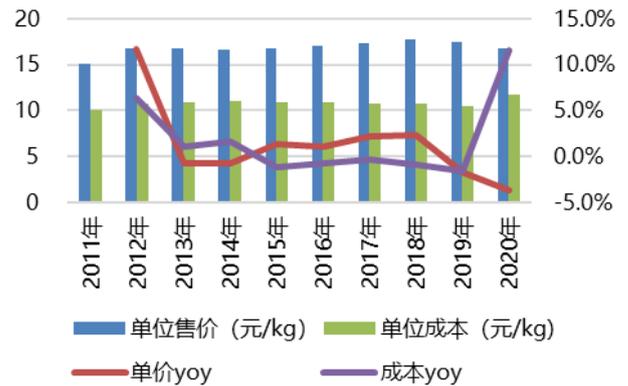
过去几年毛利率提升源于提价降本。公司毛利率自 2015 年起逐步抬升（20 年起运费计入成本，从而影响毛利率），目前到 40% 左右的水平（2019 年数据），拆分销售单价和单位成本来看，单价每年以 1%–2% 左右的增速逐年提升，基本跟上通胀，2019 年销售单价有所下降主要系区域竞争的影响；单位成本在 13–14 年有所上升，后逐年下降，成本下降是毛利率提升的重要影响因素。

图 31：公司毛利率提升（20 年起运费记成本影响毛利率）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

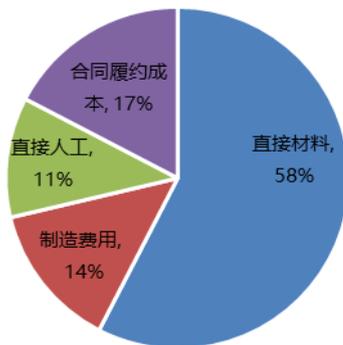
图 32：单位售价、单位成本及其同比变化



数据来源：公司公告，东方证券研究所

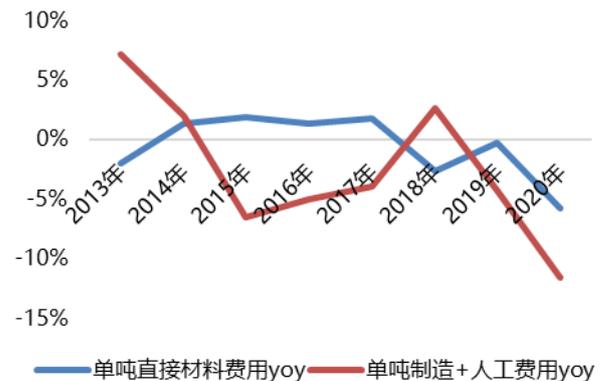
进一步拆解来看，降本主要受制造和人工费用摊薄的影响。从成本构成来看，直接材料、制造费用、直接人工和合同履约成本分别占 58%、14%、11% 和 17%，尽管制造和人工成本占比较低，但更是推动单吨成本逐年下降的主要因素。主要系 14 年起销量增长加速，从而摊薄了制造和人工费用。

图 33：成本拆解（2020）：直接材料 58%，人工制造 25%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：15 年起单吨制造+人工费用有明显下降



数据来源：公司公告，东方证券研究所

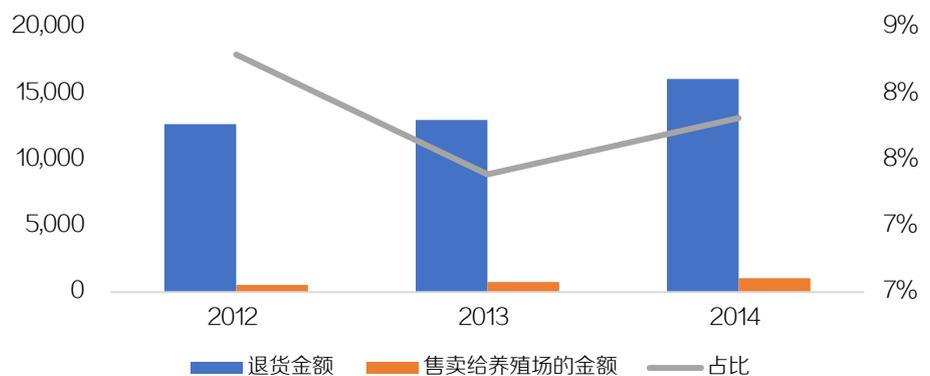
**图 35：2011-2020 年公司销量（吨）及增速**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

此外，退货率远低于行业平均，给公司带来天然的毛利率优势：

1) 退货产品直接冲减退货当天的销售收入，影响公司毛利率水平。公司主要产品为面包，大多为短保，保质期在 3-6 天，对于超出保质期的产品会在保质期结束后 2 天内退回，然后将面包拆除包装后粉碎，销售给养殖场，根据招股书数据，售卖给养殖场金额一般仅在退货金额的 6% 左右，再售卖所得收入较低，因此我们可以看做退货率提升 1pct 是在不影响成本（暂不考虑退货成本增加）的情况下，直接冲减了 1pct 的收入，假设 40% 的毛利率水平，则影响毛利率约 0.6pct。

2) 公司严控退货率，目前远低于行业平均。公司对退货管理严格，比如说当天如果出现产品滞销，次日可立即调整生产计划和配送量，多年运营下来，此套经营调整计划灵活，产品退货率较为稳定。根据调研，公司成熟区域的退货率 6% 左右，拓展区域的退货率 10% 左右，平均退货率在 6%-8%，低于行业平均退货率。根据我们估算，在原材料成本、制造和人工费用、产品售价等相同的假设下，7pct 的退货率的差别将为公司带来约 4.5 个 pct 的毛利率、3.4 个 pct 的净利率优势。

**图 36：退货金额与再售卖收入（万元，估算）**


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**表 4：退货率增加对毛利率和净利率的影响估算**

| 退货率 | 毛利率 | 净利率 |
|-----|-----|-----|
|-----|-----|-----|

|     |       |       |
|-----|-------|-------|
| +1% | -0.6% | -0.5% |
| +2% | -1.2% | -0.9% |
| +3% | -1.9% | -1.4% |
| +4% | -2.5% | -1.9% |
| +5% | -3.2% | -2.4% |
| +6% | -3.8% | -2.9% |
| +7% | -4.5% | -3.4% |

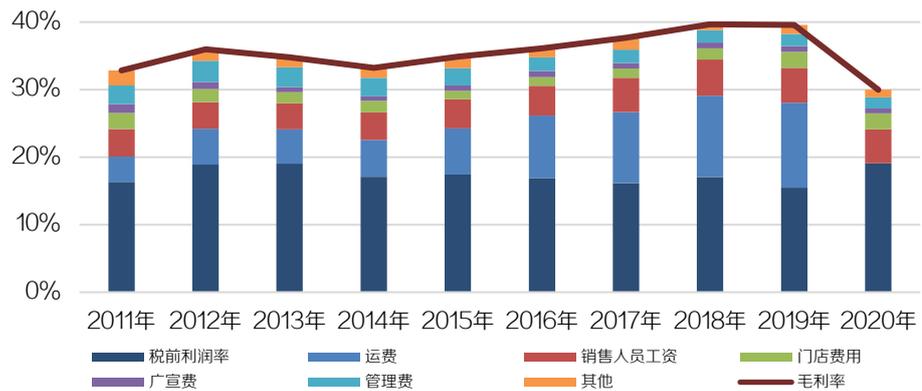
注：暂不考虑再销售收入、退货率上升造成的成本增加

数据来源：东方证券研究所测算

### 3.1.2 净利率：毛净差拉大主要受运费率上升的影响

拆解公司毛利率到税前利润率的具体科目发现，自 14 年开始公司毛利率有所提升，但税前利润率水平略有下降，主要受公司运费率逐年提升的影响，运费率水平从 14 年的 5.5% 提升至 19 年的 12.6%。

图 37：公司毛利率到税前利润率拆解

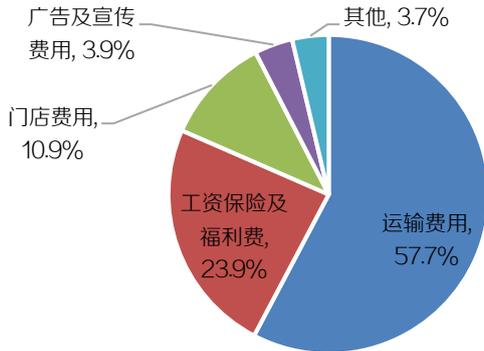


数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：20 年起运费记成本影响毛利率

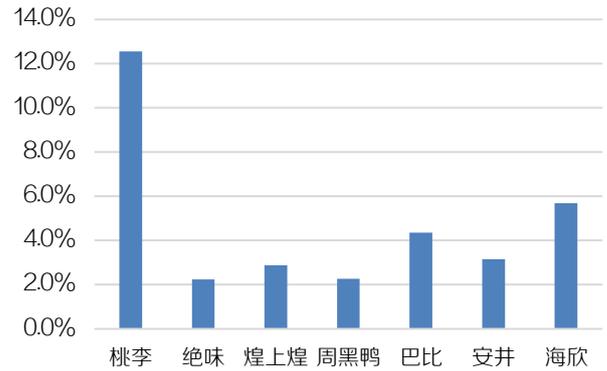
由于拓张新市场，公司运费率相比其他业态较高，未来随着新市场成熟有可观的降费空间，从而增厚盈利能力。运输费用作为公司销售费用的主要组成部分，目前占销售费用比重已经达到 57.7%（2019 年），占收入比重达到 12.6%（2019 年），高于同样日配的绝味、巴比等业态。主要原因公司自 14 年前后开始加大异地拓张的步伐，由于异地拓张起步阶段渠道密度较为稀疏，规模效应有限，从而运输费用占比较高，对利润率水平有所拖累。未来随着新市场逐渐成熟，运费率有较为可观的下降空间，从而增厚公司盈利。

图 38：销售费用拆解（2019 年）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：运费率比较（运输费/营收，2019 年）

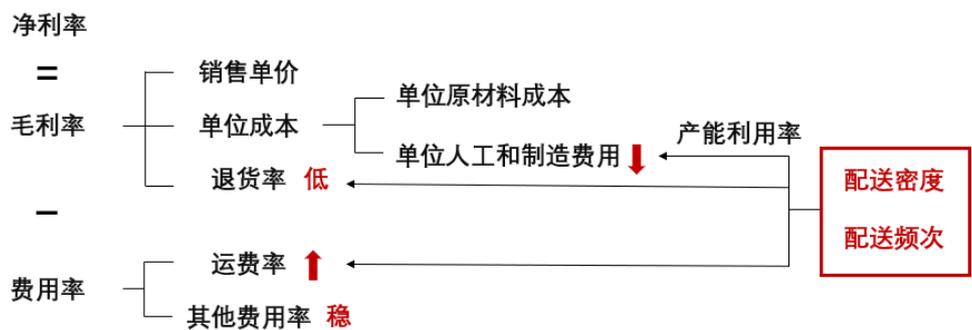


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.1.3 配送密度和配送频率是影响费用摊薄、退货率、运费率的直接因素

除了“易得”的属性以外，短保面包的另一个核心点在于“新鲜”，由于短保面包的保质期一般只有 3-6 天，如果产品从生产到上货架的时间就间隔了好几天，到达终端的时候已经临保，这就违背了新鲜的属性，也容易造成产品过期导致的大比例退货，给公司带来损失。因此，新鲜属性要求了公司高配送频次，以保障终端面包的新鲜度和合理比例的退货率。但是如果一味的高频配送，必然会导致运费的增加，从而侵蚀公司的盈利。另外一方面，随着配送密度，也就是渠道密度和渠道产品需求旺盛度的增加，退货率和运费率将会同步改善。因此，配送密度和配送频率的权衡，体现了公司对退货率、运费率、费用摊薄等影响盈利核心指标的考量，与公司盈利能力息息相关。

图 40：配送密度和配送频次是影响盈利能力的核心因素



数据来源：东方证券研究所

### 3.2 配送密度和配送频次背后是公司的产品力、渠道力、供应链效率和管理

配送密度指渠道密度和渠道需求旺盛度，公司符合终端需求的高性价比产品组合+渠道掌控力度是渠道密度逐渐提升的动能，产能全国深入布局+配送体系精耕细作+管理能力是得以实现 50%以上

的日配比例+控制运输成本的关键。因此，综合来看，我们认为优秀的配送密度和配送频次背后，反应的是公司的产品力、渠道力、供应链效率和管理能力。

图 41：配送密度和配送频次背后的核心竞争力



数据来源：东方证券研究所

### 3.2.1 产品力：保留经典+快速迭代，打造符合终端需求的“高性价比”产品组合

“高性价比”一直以来都是桃李最重要的核心标签及品牌形象。相较于连锁门店，“中央工厂+批发”下商业模式成本较低，对应的面包定价也更低，更能渗透到大众人群。以吐司面包为例，公司醇熟切片面包（400g 装）售价 2.25 元/100g，而以 85 度 C 为代表的一般连锁门店定价往往在 3.5 元/100g 以上。

公司保留经典+推陈出新相结合，紧跟流行趋势灵活上新进行产品迭代。桃李拥有经典产品包括醇熟吐司、奶棒、迷你豆沙包等等，在保持明星产品的同时，公司每年都会开发多款新品，其中既有对老品的升级创新，例如对酵母面包的口味翻新，也有网红新品，如脏脏包 2017 年 12 月脏脏包在网络上爆火，桃李于 2018 年 4 月推出了同款产品，此外还有自行创新的面包品类。此外，公司**产品聚焦少而精**，每年开发一定数量的新品，进行市场跟踪并筛选，保留经过市场检验受欢迎的品类，然后集中精力生产这几十款产品，降低产品种类一方面可以增大单品生产规模，降低公司的单位生产成本，另一方面也可降低需求预测的难度，从而减少货损，让生产效能和市场效能最大化。

表 5：桃李不断推出新品

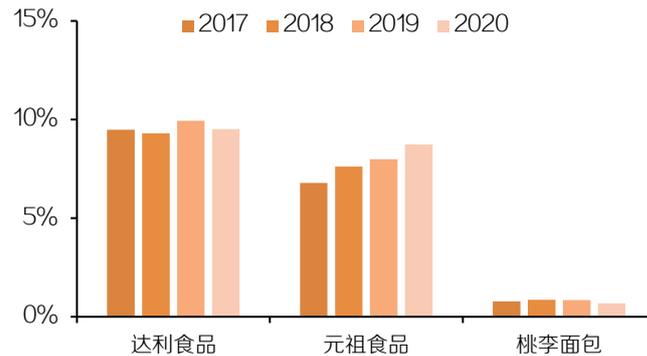
| 年份   | 新品数量 | 新品名称   |
|------|------|--|
| 2015 | 6    | 天然酵母、鸡蛋肉松、蒸蛋糕、牛油排包面包、核桃酥糕点、肉松饼   |
| 2016 | 1+   | 烘软吐司等  |
| 2017 | 3+   | 酵母面包香蕉味、蔓越莓核桃面包、潘娜托尼面包等  |
| 2018 | 15+  | 豆小方起酥面包、紫米糯面包、脏面包、轻芯吐司面包、纯蛋糕、蒸蛋糕、香松小贝、爆浆泡芙、红豆天然酵母面包、布雪蛋糕、夹心麻薯爆浆 Q 团、红糖烧饼、蓓香切片面包、爱豆的面包、黑豆面包 |
| 2019 | 10+  | 巧乐角面包、原浆南瓜纤维面包、蛋黄酥、烘软小福仔、奇亚籽核桃面包、红枣纯蛋糕、全谷物吐司面包、小倔  |

|      |   |   |
|------|---|---|
|      |   | 面包、解馋小菓、小天使面包等  |
| 2020 | 9 | 豆小朵面包、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、贝金吐司面包、1995方包吐司、布雪蛋糕草莓味 |

数据来源：公司官网，公司年报，东方证券研究所

**新鲜易得、高性价比的产品是最好的宣传，口碑累积，终端需求旺盛。**营销模式方面，桃李的广告策略一直都是店面陈列广告，如在商超等销售终端的 logo 广告，未做电视广告策略或找代言人，形式直观简单、顾客覆盖面广、费用投入较低。2020 年广告费用为 4030 万元，仅占总营收的 0.68%，且占比逐年下降。而元祖、达利的广宣费分别占总营收的 8.73%、9.51%。桃李低调营销，根本上是依靠“高性价比”的产品赢得消费者的良好口碑，累积忠实消费者。产品力强，终端需求旺盛，有利于配送密度的提升。

**图 42：桃李广告费用占营业收入比重低于同业**

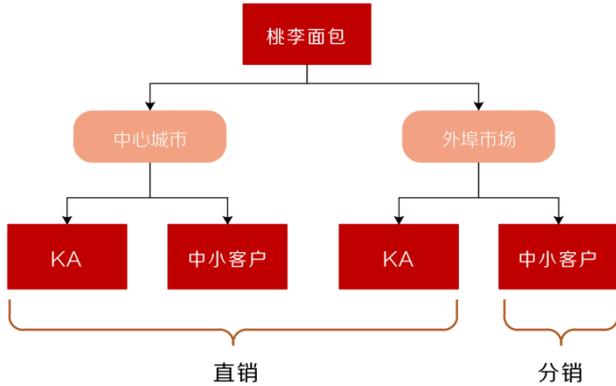


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.2.2 渠道力：直销为主建设稳固渠道，终端掌控力度强

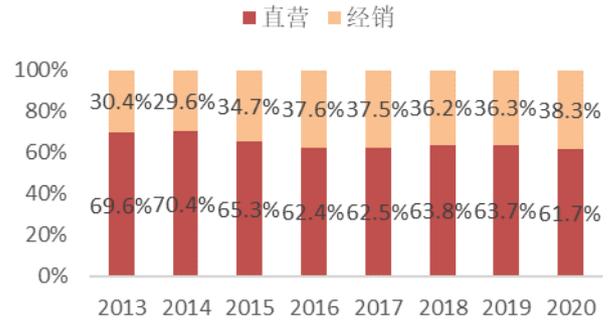
**直营为主经销为辅，建设稳固渠道。**桃李主要通过直营和经销两种模式进行销售：1) 直营是针对大型连锁商超（KA 客户）和中心城市的中小超市、便利店终端，公司直接与其签署协议销售产品；2) 经销是针对外埠市场（县级市、县和乡镇组成的消费市场）的便利店、县乡商店、小卖部，公司通过经销商分销出售产品。由于短保面包销售是较为辛苦的生意，公司建设渠道多以直营为主，收入占比维持在 6 成以上。经销是节约资源打开外埠市场的一个好方式，随着 2013 年其公司外延拓张加速，经销占比有所提升，但事实上经销商往往也是作为配送者的角色。

图 43: 桃李面包的销售模式



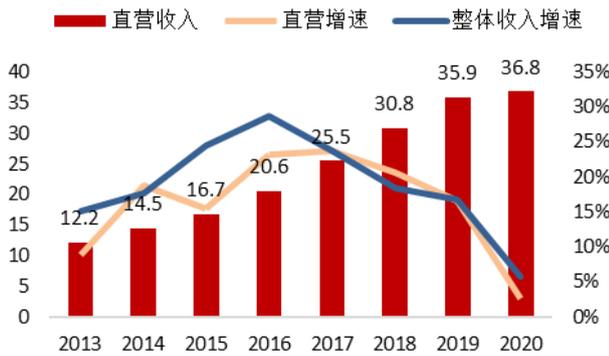
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 44: 桃李直营和经销模式收入占整体营收的比例



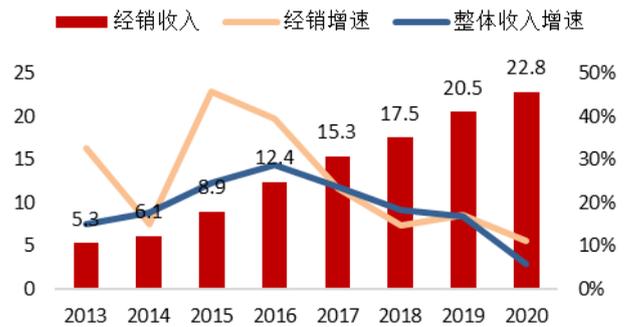
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 45: 2013-2020 年桃李的直营收入年均增长 17.1%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 46: 2013-2020 年桃李的经销收入年均增长 23.2%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

直营模式来看，拓渠道是重中之重，配合着市场的深化与终端覆盖网点数的提升，公司销售人员对应提升，人员工资也对应有较大幅度增长。目前公司具有 4000 余名销售人员（2020 年），人均覆盖终端数量为 72 家，人均工资近 8 万元，比较具有竞争力。

图 47: 销售人员数量

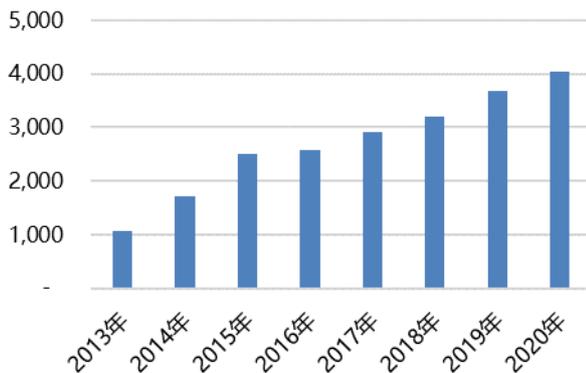


图 48: 销售人均工资 (元) 与单个人员终端数

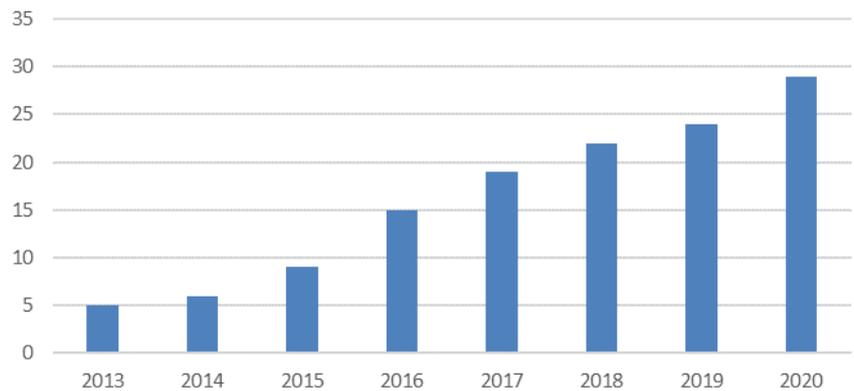


数据来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：公司公告，东方证券研究所

经销模式看，桃李对经销商制定了统一的管理服务制度，排他性强，有利于控制产销率和退货率：1) 公司对经销商约定只能销售桃李面包系列产品，且只能在指定的销售区域内进行，不得私自扩大范围，不能自行设立第二经销商；2) 经销商在其所辖区域内，应保证配货及时，退换货及时，不积压退货；3) 公司对经销商设有年度销售额指标，如达不到相应指标公司有权取消其经销商资格；4) 由经销商妥善解决授权区域内的顾客投诉等等。

综合来看，公司通过强大的渠道拓宽能力与渠道把控力，每年新拓展 2-3 万家渠道，加深其渠道覆盖密度。由于渠道端的货架资源有限，易守难攻，一旦公司进入该渠道并形成稳定销售以后，具有较强的排他性。公司目前 29 万个终端网点渠道，具备充分的先发优势。

**图 49：桃李终端渠道个数（万）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

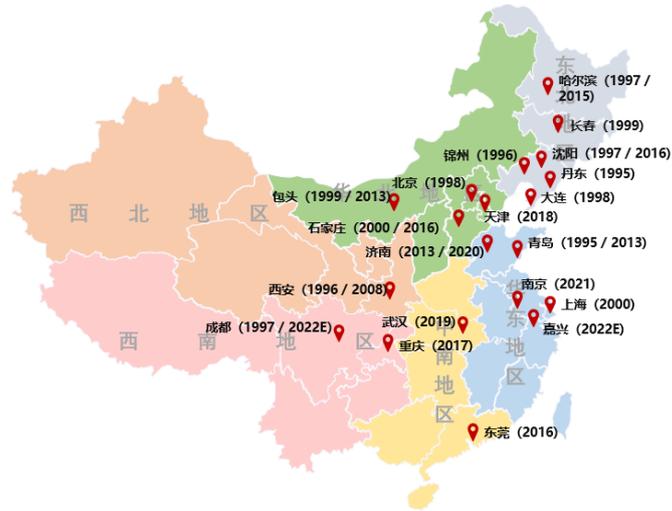
### 3.2.3 稳定高效的供应链体系是实现高频次配送的关键

稳定高效的供应链体系对实现及时配送和保障产品的新鲜度至关重要，对于桃李而言，我们认为供应链中最重要的两个环节是产能布局和配送效率，具体来看：

#### 1) 产能布局：生产基地布局领先。

经过二十多年的积累，公司目前已经拥有 19 个生产基地，遍布全国。自 2013-2014 年起，公司加快异地布厂的节奏，过去五六年基本上保持每年新增一个生产基地的节奏稳步扩张，浙江、沈阳、四川等工厂正在建设，预计未来 2-3 年以后公司的中央工厂数量将达到 25 个左右。由于短保面包的“新鲜”属性，生产地贴近销售地是其中一个必要条件，产能的全国化布局能够保障短保面包实现 500 公里范围圈进行配送，是公司实现日配/两日配的先决条件之一。

图 50：桃李面包全国产能布局情况

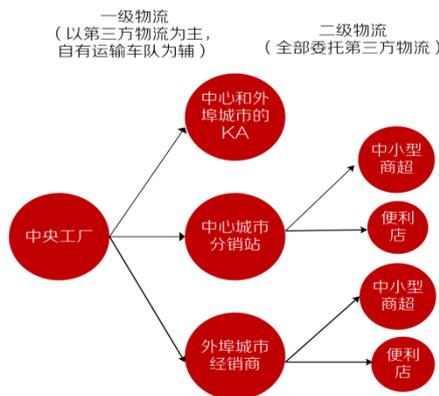


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2) 配送能力：物流体系精耕细作。

公司采取两级物流体系：1) 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；2) 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。主要采用以委托第三方物流公司为主，自身组建运输车队为辅的物流模式。公司二级物流已基本采用委托第三方物流公司完成配送工作，一级物流也仅存在少量自有的运输车辆进行产品的配送。未来公司将会逐步转向全部委托第三方物流公司进行产品的配送，降低运输风险，减少运输管理成本。

图 51：桃李物流模式分两级



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 52：桃李运输车辆每日半夜配送确保产品新鲜



数据来源：公司官网，东方证券研究所

具体来看，公司实行两班制，白天按照销量预估生产，晚上补足实际订单量，在晚上 8-10 点左右开始大货车出货。大货车主要运输时间为半夜，根据最优规划路线，运输三五百公里到分销站点。到达分销站点以后，小面包车从凌晨开始送货，以几十公里的运输圈分别将产品配送到包括 KA、特通渠道、小店等二三十家终端，每日循环。

要跑通这样一套每日配送体系：1) 需要有最优化的路线规划和最有效率的送货分配。2) 综合考虑送货和返程时间，一级和二级物流的工作时间都在十小时甚至以上，每天循环，是相当辛苦的工作，需要有一批吃苦耐劳的配送人员或经销商。3) 需要有好的终端监控体系来监控产品保质期、终端库存等数据，综合来看，是公司管理能力的体现。而只有当配送效率足够高，能够在控制成本的情况下，实现日配。

图 53：桃李配送模式

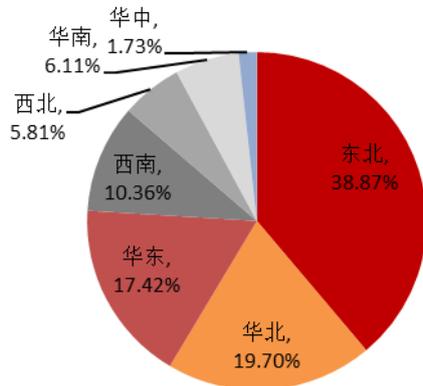


数据来源：东方证券研究所

## 四、看空间：成熟市场稳健，新兴市场潜力十足

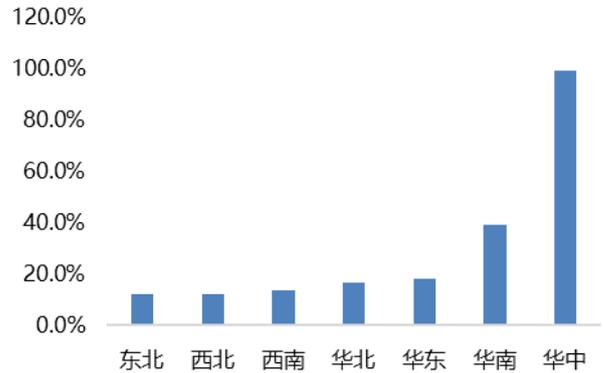
分区域看，东北、华北、西南（主要指重庆和成都）西北（主要指西安）地区是公司的成熟市场，收入占比高，且保持稳定持续盈利，通过不断下沉市场进一步增加渗透率。华东、华中、华南等区域为公司重点开发的新兴市场，收入增速快，具备充分的短保面包消费潜力，有较大的发展空间。

图 54：桃李收入地区分布（2020 年，不含内部抵消）



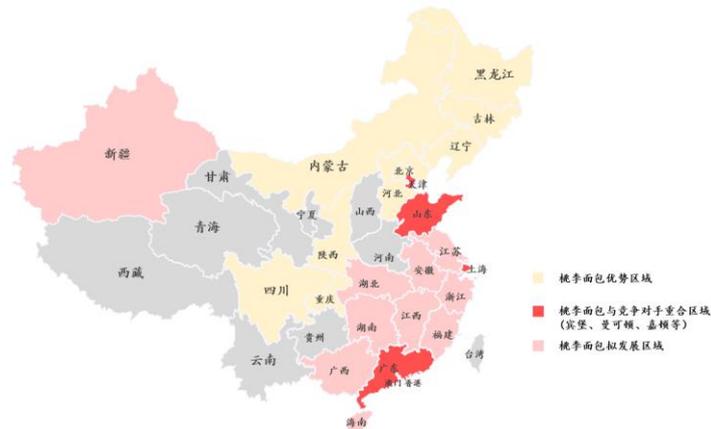
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 55：2017-2020 年分区域营收复合增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 56：公司全国布局情况



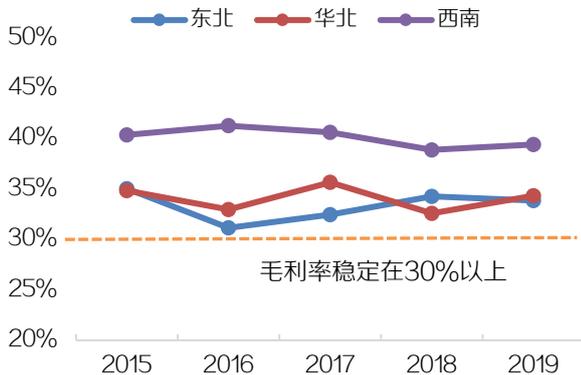
数据来源：公司公告，东方证券研究所

#### 4.1 成熟市场：盈利模型稳健，逐步下沉做大蛋糕

桃李在东北和华北市场根基深厚，最早的桃李工厂于 1995 年落地辽宁丹东市，华北地区的北京桃李工厂也于 1998 年成立，公司在东北和华北两地经过二十余年耕耘，产能布局完善、渠道密集、消费者认可度高，是公司的主要的创收创利基地。2015 年 10 月投产的哈尔滨 2 期和 2016 年投产的石家庄 2 期进一步促进东北、华北地区的成长。

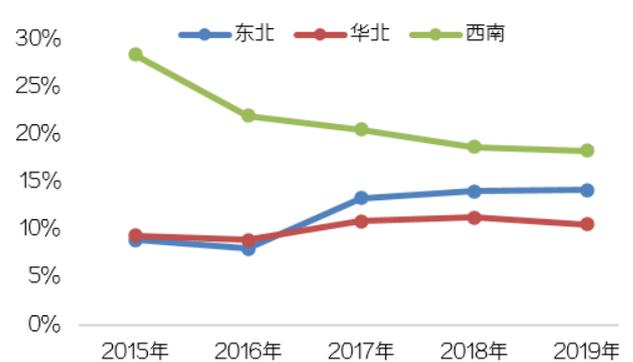
西南市场为桃李从区域到全国的第一个重点发展区域，在 1997 年前后由现任董事长负责，开始布局成都市场，后又增拓西安市场，通过培育和摸索，最终将成都、西安等市场培育成了收入和盈利稳定的成熟市场。2017 年落地的重庆工厂新增 1.9 万吨产能，成都 2 期将有力缓解西南地区的产能紧张问题，给业绩增长提供充足的动力。

**图 57：以东北、华北、西南为代表的成熟地区毛利率普遍超过 30%**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 58：以东北、华北、西南为代表的成熟地区净利率普遍超过 10%**

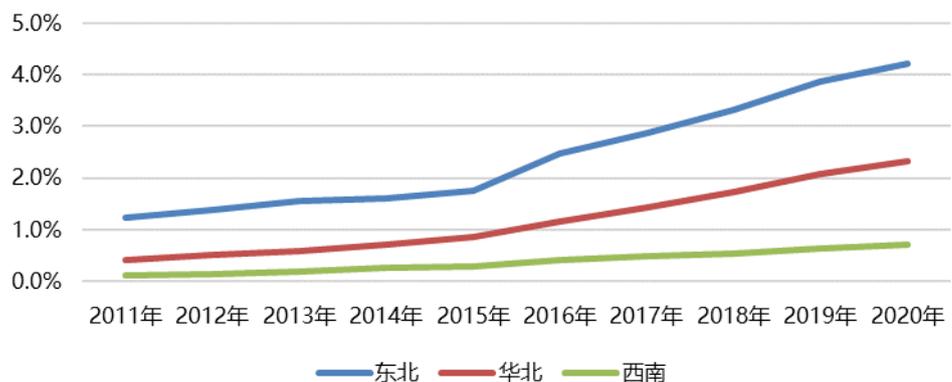


注：净利润按各子公司加总，西南地区有所得税优惠政策

数据来源：公司公告，东方证券研究所

从渗透率角度看，仍有充分的下沉空间。我们假设桃李面包人均单次食用量 100g，1 人最多一天吃一次，则定义渗透率=区域销量/365 天/人均单次食用量/区域总人口，以此表示每天吃桃李面包的人数占区域总人口的比例。测算发现，东北、华北、西南区域的渗透率逐年稳步提升，但仍处于较低的水平。以东北区域为例，2020 年数据显示，每天大概 25 人中，仅有 1 人会吃桃李面包。东北作为公司的起家地，是短保消费面包消费习惯培育最好的区域之一，目前来看，辽宁可做到镇级市场无缝对接，东北其他区域做到县级市场，长期看仍有充分的渠道下沉到镇乡级的空间。

**图 59：以东北、华北、西南为代表的成熟地区的渗透率**



注：西南地区由于主要发展市场为成都和重庆，但是分母选择区域总人口，因此算出来的比例偏低

数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，成熟市场的区域模型稳健，盈利稳定，壁垒深厚。随着渠道完善+订单量增加，提升了其配送密度，而配送密度的提升有助于降低分销站到终端运输的距离，从而降低运费率，并且提高配送频率，配送频率的提高有助于降低退货率。退货率低+运费率合理，从而实现稳定盈利，源源不断的盈利有助于进一步开发渠道和优化供应链，从而实现强者愈强。对于新进入者而言，拿下单个零售点并不难，难点在于拿下成千上万个点位，并实现良好的终端动销，从而提升配送密度，实

现盈利，要达到这一过程，往往需要忍受好几年的亏损进行市场培育，而如果这一市场中已经有一个成熟的牌子，其忍受亏损的年限将会更长。因此，对于成熟区域而言，一旦建立正向循环，壁垒较深。

图 60：成熟市场盈利模型稳健，强者愈强



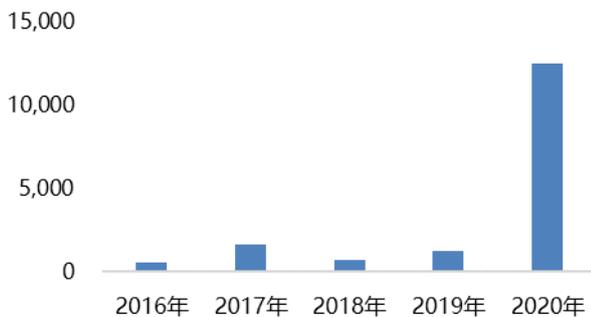
数据来源：东方证券研究所

## 4.2 新兴市场：空间广阔，忍受亏损终将拨云见日

公司异地扩张新市场存在两种模式，推进式和跳岛式：

1) **推进式**，即先拓市场，培育了一定市场基础以后再建设工厂，在当地建设工厂之前通过已有产能远距离运输的方式供货，这是公司主要的外延扩张方式。以武汉市场为例，公司于 2016 年开始进入该市场，并在该年募集资金准备建设武汉生产基地，于 2019 年 11 月 12 日开始投产，期间间隔了 3 年。

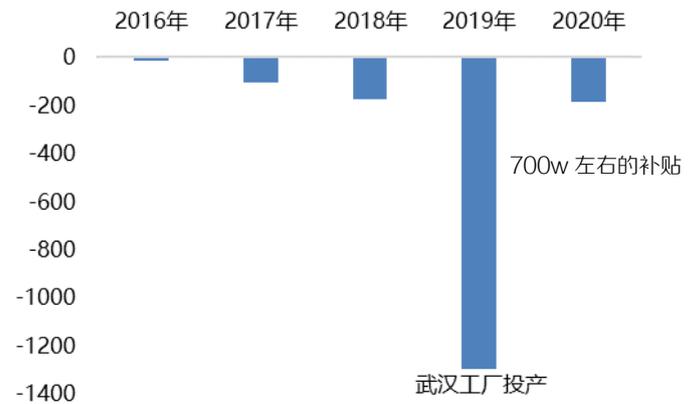
图 61：华中区域收入（万元）



注：华中区域包括武汉和长沙两个子公司

数据来源：公司公告，东方证券研究所

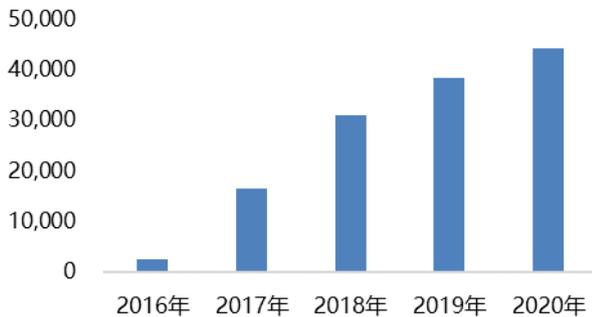
图 62：武汉子公司的净利润（万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2) **跳岛式**，即提前布局产能，同步开发市场。公司主要在华南区域尝试了跳岛模式，2016 年 6 月东莞工厂投产，并同期开始产生销售。前期可能会由于配送密度有限，单位运费和折旧费用较高而导致亏损，但随着公司经营逐步进入正轨，规模和效率提升，东莞子公司已经有所减亏。

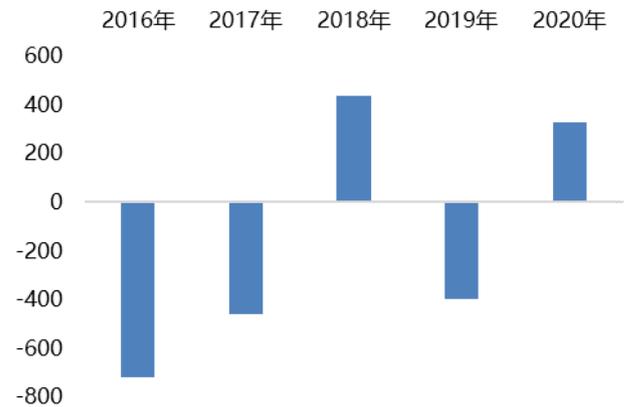
图 63：华南区域收入（万元）



注：华南区域主要包括东莞、深圳、广西等三个子公司

数据来源：公司公告，东方证券研究所

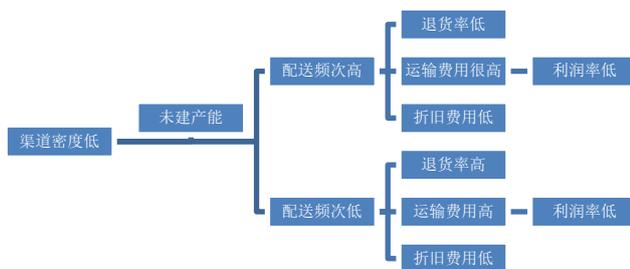
图 64：东莞子公司的净利润（万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

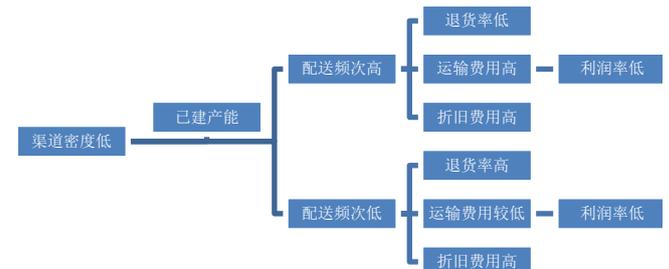
无论采取推进式还是跳岛式，前期都需要忍受一定时间的亏损。公司如果采取推进式的方法异地扩张，采用远距离运输产品，那么在渠道密度较低的情况下，若选择高配送频次，将会导致相当高的运输费用，若选择低配送频次，将会同时导致高运输费用和高退货率，从而导致亏损。如果采取跳岛式的方法异地扩张，当地建产能将会多出一笔折旧费用，那么在渠道密度较低的情况下，产能利用率不足，单位折旧费用高，同样导致亏损。因此，无论采取哪种方式，在前期渠道密度较低的情形下，公司都需要忍受一段时间的亏损，需要通过逐渐渗透渠道、培育市场、提升品牌力的方式，提高渠道密度，从而实现盈利。历史来看，忍受亏损的时间可能在 3-4 年左右，如天津市场从 2014 年产生收入，到 2018 年实现扭亏为盈。当前阶段，随着行业竞争加剧，忍受亏损的时间可能会相对更长些。

图 65：推进式布局对盈利情况的讨论



数据来源：东方证券研究所

图 66：跳岛式布局对盈利情况的讨论



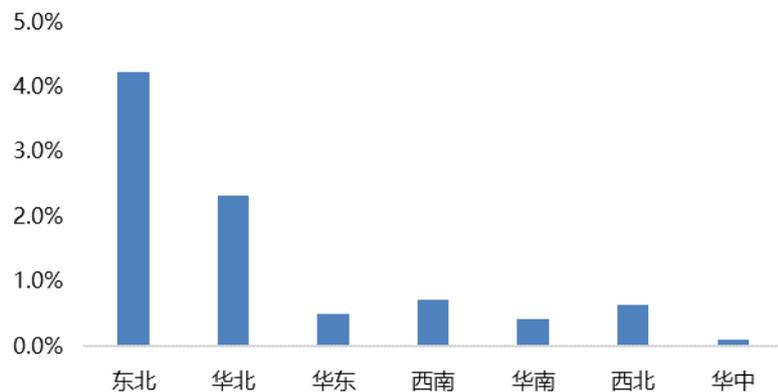
数据来源：东方证券研究所

但是，公司有一套规范的打法，包括 1) 从原市场挑选业绩优秀的销售人员或者管理者负责新市场的开发和运营；2) 渠道方面，从 KA、连锁门店，到学校、工厂、医院等特通渠道，再到围绕 KA 或者中心城区等开发小店，最后到逐步外延渗透到郊区，从核心点位逐步扩散；3) 产品和品牌方面，高性价比的产品是最好的宣传，不断试错，优选出一套符合当地喜好的产品，通过产品的高密

度铺设刷品牌，从而提升产品喜好度和品牌力。此外，公司的优势还在于成熟区域能够给新兴市场持续提供优秀的管理人才和充足的资金，加强公司忍受亏损的极限忍耐力。我们认为，随着时间的推移，公司的配送密度逐步提升，运费率和退货率下降，区域业绩终将拨云见日，得到大幅改善。

目前来看，综合权衡各个区域的人口密度、市场容量和竞争情况，公司的可发展区域，尤其是具备潜力且难度相对较少的区域还比较多，比如华东、华中和华南区域内的重要城市，且这些区域目前渗透率相较成熟市场仍低。供给方面，公司按一定节奏进行产能布局，未来 2-3 年合计有华东地区的浙江嘉兴、沈阳、青岛、成都等 13.4 万吨产能，为拓展市场在供给端打下基础。

图 67：各区域渗透率（2020 年）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：渗透率=区域销量/365 天/人均单次食用量/区域总人口

表 6：桃李产能规划

| 生产基地 | 预计产能（万吨） | 预计投产时间        |
|------|----------|---------------|
| 浙江嘉兴 | 4.28     | 2021 年-2022 年 |
| 沈阳   | 3.8      | 2022 年底       |
| 四川   | 2.5      | 2021 年-2022 年 |
| 青岛   | 2.8      | 2021 年-2022 年 |
| 合计   | 13.4     |               |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：沈阳建设 6 万吨产能中有 2.2 万吨为搬迁产能

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入预测：预计东北地区成熟市场稳步渠道下沉+22 年底沈阳新产能投产，21-23 年收入增速为 5%/8%/15%；华北市场稳步渠道下沉，21-23 年收入增速为 8%/10%/10%；

华东、西南、华南和西北四个新兴市场随着产能释放、渠道深入，收入提速，预计 21-23 年收入增速分别为 15%/20%/20%、15%/20%/20%、15%/15%/15%、18%/18%/18%，华中市场由于收入基数较小，增速较高，预计 21-23 年收入增速为 60%/40%/20%。

- 2) 公司 21-23 年毛利率分别为 28.2%/28.9%/28.8%，原因：①部分区域处于产能爬坡阶段叠加部分地区投产造成毛利率有所波动；②伴随新市场拓张，运费率预计有所上升；③ 21 年原材料成本呈上涨趋势。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 8.77%/8.58%/8.27%，管理费用率为 1.84%/1.86%/1.82%。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率维持 22%。

#### 盈利预测核心假设

|           | 2019A          | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>东北</b> |                |                |                |                |                |
| 销售收入（百万元） | 2,664.1        | 2,801.0        | 2,941.1        | 3,176.3        | 3,652.8        |
| 增长率       | 14.2%          | 5.1%           | 5.0%           | 8.0%           | 15.0%          |
| 毛利率       | 33.9%          | 28.2%          | 27.6%          | 28.9%          | 28.7%          |
| <b>华北</b> |                |                |                |                |                |
| 销售收入（百万元） | 1,326.0        | 1,419.4        | 1,533.0        | 1,686.3        | 1,854.9        |
| 增长率       | 17.9%          | 7.0%           | 8.0%           | 10.0%          | 10.0%          |
| 毛利率       | 34.4%          | 26.0%          | 24.5%          | 25.5%          | 26.1%          |
| <b>华东</b> |                |                |                |                |                |
| 销售收入（百万元） | 1,166.6        | 1,255.1        | 1,443.4        | 1,732.0        | 2,078.4        |
| 增长率       | 19.7%          | 7.6%           | 15.0%          | 20.0%          | 20.0%          |
| 毛利率       | 31.1%          | 18.0%          | 16.5%          | 16.5%          | 16.1%          |
| <b>西南</b> |                |                |                |                |                |
| 销售收入（百万元） | 681.3          | 746.2          | 858.2          | 1,029.8        | 1,235.7        |
| 增长率       | 17.8%          | 9.5%           | 15.0%          | 20.0%          | 20.0%          |
| 毛利率       | 39.4%          | 31.3%          | 29.6%          | 29.4%          | 29.8%          |
| <b>华南</b> |                |                |                |                |                |
| 销售收入（百万元） | 382.4          | 440.6          | 506.7          | 582.7          | 670.1          |
| 增长率       | 23.6%          | 15.2%          | 15.0%          | 15.0%          | 15.0%          |
| 毛利率       | 24.0%          | 9.5%           | 7.3%           | 8.1%           | 7.5%           |
| <b>西北</b> |                |                |                |                |                |
| 销售收入（百万元） | 416.2          | 419.0          | 494.4          | 583.4          | 688.5          |
| 增长率       | 18.2%          | 0.7%           | 18.0%          | 18.0%          | 18.0%          |
| 毛利率       | 37.8%          | 27.8%          | 25.6%          | 26.4%          | 26.8%          |
| <b>华中</b> |                |                |                |                |                |
| 销售收入（百万元） | 11.9           | 124.9          | 199.9          | 279.8          | 335.8          |
| 增长率       | 71.8%          | 948.4%         | 60.0%          | 40.0%          | 20.0%          |
| 毛利率       | -24.6%         | 11.7%          | 9.5%           | 9.8%           | 10.6%          |
| <b>合计</b> | <b>5,643.7</b> | <b>5,963.0</b> | <b>6,600.4</b> | <b>7,505.5</b> | <b>8,701.9</b> |
| 增长率       | 16.8%          | 5.7%           | 10.7%          | 13.7%          | 15.9%          |
| 综合毛利率     | 39.6%          | 30.0%          | 28.2%          | 28.9%          | 28.8%          |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

基于前述假设，给予公司 21-23 年 EPS0.94/1.12/1.31 元。选取其他食品子版块龙头绝味食品、安琪酵母、良品铺子、盐津铺子、一鸣食品、巴比食品、立高食品为可比公司，基于可比公司估值法给予公司 21 年 37 倍 PE，对应目标价 34.78 元，首次给予“买入”评级。

表 7: P/E 估值法可比公司估值

| 公司   | 代码     | 最新价格(元)<br>2021/07/20 | 每股收益 (元) |       |       |       |       | P/E   |       |       |  |
|------|--------|-----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|      |        |                       | 2020A    | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |  |
| 绝味食品 | 603517 | 80.03                 | 1.14     | 1.65  | 2.11  | 2.65  | 70.08 | 48.50 | 37.88 | 30.19 |  |
| 安琪酵母 | 600298 | 52.14                 | 1.65     | 1.83  | 2.13  | 2.47  | 31.66 | 28.44 | 24.45 | 21.13 |  |
| 良品铺子 | 603719 | 35.41                 | 0.86     | 1.09  | 1.31  | 1.57  | 41.33 | 32.42 | 26.94 | 22.57 |  |
| 盐津铺子 | 002847 | 62.80                 | 1.87     | 2.42  | 3.52  | 5.11  | 33.60 | 25.92 | 17.84 | 12.29 |  |
| 一鸣食品 | 605179 | 17.53                 | 0.33     | 0.51  | 0.66  | 0.85  | 53.07 | 34.05 | 26.46 | 20.55 |  |
| 巴比食品 | 605338 | 32.23                 | 0.71     | 0.82  | 0.99  | 1.17  | 45.55 | 39.44 | 32.63 | 27.50 |  |
| 立高食品 | 300973 | 130.06                | 1.37     | 1.89  | 2.55  | 3.40  | 94.89 | 68.78 | 50.94 | 38.23 |  |
|      | 调整后平均  |                       |          |       |       |       |       | 37.00 | 30.00 | 24.00 |  |

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

## 风险提示

**产能投放不及预期：**公司目前产能利用率较高，产能建设可能受资金投入、突发事件等原因拖累，若产能投放不及预期，将限制其销售能力；

**市场扩张不及预期：**全国化扩张之路存在诸多不确定因素，若市场扩张不及预期，将影响公司业绩增长；

**行业竞争加剧：**目前行业竞争格局较分散，存在行业竞争引发价格战的风险，将影响公司扩张进度和盈利能力；

**食品安全问题：**一旦出现食品安全问题，将严重影响消费者对公司品牌和产品的信任度，导致公司销量大幅下滑。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |              |              |              |              |              | 利润表              |            |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 单位:百万元           | 2019A      | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 货币资金             | 1,078        | 715          | 1,151        | 1,429        | 1,905        | 营业收入             | 5,644      | 5,963        | 6,600        | 7,506        | 8,702        |
| 应收票据、账款及款项融资     | 493          | 492          | 544          | 619          | 718          | 营业成本             | 3,410      | 4,176        | 4,740        | 5,340        | 6,197        |
| 预付账款             | 23           | 26           | 28           | 32           | 37           | 营业税金及附加          | 62         | 66           | 73           | 83           | 96           |
| 存货               | 131          | 138          | 157          | 176          | 205          | 营业费用             | 1,228      | 524          | 579          | 644          | 720          |
| 其他               | 898          | 1,049        | 1,053        | 1,058        | 1,065        | 管理费用及研发费用        | 111        | 112          | 134          | 153          | 175          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,622</b> | <b>2,419</b> | <b>2,934</b> | <b>3,314</b> | <b>3,930</b> | 财务费用             | 3          | 22           | 4            | 0            | (4)          |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产、信用减值损失        | 6          | 7            | 4            | 4            | 5            |
| 固定资产             | 1,545        | 1,794        | 2,330        | 2,560        | 2,650        | 公允价值变动收益         | 2          | 17           | 17           | 17           | 17           |
| 在建工程             | 274          | 611          | 349          | 211          | 57           | 投资净收益            | 24         | 17           | 17           | 17           | 17           |
| 无形资产             | 344          | 342          | 335          | 327          | 320          | 其他               | 14         | 36           | 36           | 36           | 36           |
| 其他               | 402          | 518          | 57           | 40           | 23           | <b>营业利润</b>      | <b>863</b> | <b>1,127</b> | <b>1,137</b> | <b>1,351</b> | <b>1,583</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,564</b> | <b>3,266</b> | <b>3,070</b> | <b>3,137</b> | <b>3,050</b> | 营业外收入            | 14         | 16           | 16           | 16           | 16           |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,186</b> | <b>5,685</b> | <b>6,004</b> | <b>6,452</b> | <b>6,980</b> | 营业外支出            | 3          | 5            | 5            | 5            | 5            |
| 短期借款             | 0            | 205          | 205          | 205          | 205          | <b>利润总额</b>      | <b>874</b> | <b>1,138</b> | <b>1,148</b> | <b>1,362</b> | <b>1,594</b> |
| 应付票据及应付账款        | 414          | 399          | 453          | 511          | 592          | 所得税              | 190        | 255          | 253          | 300          | 351          |
| 其他               | 185          | 245          | 242          | 243          | 243          | <b>净利润</b>       | <b>683</b> | <b>883</b>   | <b>896</b>   | <b>1,063</b> | <b>1,243</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>599</b>   | <b>849</b>   | <b>901</b>   | <b>958</b>   | <b>1,041</b> | 少数股东损益           | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>683</b> | <b>883</b>   | <b>896</b>   | <b>1,063</b> | <b>1,243</b> |
| 应付债券             | 842          | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股收益(元)          | 0.72       | 0.93         | 0.94         | 1.12         | 1.31         |
| 其他               | 1            | 3            | 0            | 0            | 0            |                  |            |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>844</b>   | <b>3</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |                  |            |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,443</b> | <b>852</b>   | <b>901</b>   | <b>958</b>   | <b>1,041</b> |                  |            |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |            |              |              |              |              |
| 实收资本(或股本)        | 659          | 680          | 680          | 680          | 680          |                  |            |              |              |              |              |
| 资本公积             | 984          | 1,980        | 2,035        | 2,035        | 2,035        |                  |            |              |              |              |              |
| 留存收益             | 1,947        | 2,173        | 2,388        | 2,778        | 3,223        |                  |            |              |              |              |              |
| 其他               | 153          | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |            |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>3,743</b> | <b>4,833</b> | <b>5,103</b> | <b>5,493</b> | <b>5,939</b> |                  |            |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5,186</b> | <b>5,685</b> | <b>6,004</b> | <b>6,452</b> | <b>6,980</b> |                  |            |              |              |              |              |

| 现金流量表          |                |              |              |              |              |
|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         | 2019A          | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 净利润            | 683            | 883          | 896          | 1,063        | 1,243        |
| 折旧摊销           | 152            | 133          | 149          | 180          | 199          |
| 财务费用           | 3              | 22           | 4            | 0            | (4)          |
| 投资损失           | (24)           | (17)         | (17)         | (17)         | (17)         |
| 营运资金变动         | (532)          | 576          | (30)         | (49)         | (61)         |
| 其它             | 605            | (495)        | 429          | (13)         | (12)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>888</b>     | <b>1,101</b> | <b>1,430</b> | <b>1,163</b> | <b>1,348</b> |
| 资本支出           | (605)          | (711)        | (398)        | (247)        | (112)        |
| 长期投资           | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | (1,086)        | (288)        | 34           | 34           | 34           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,690)</b> | <b>(999)</b> | <b>(364)</b> | <b>(213)</b> | <b>(78)</b>  |
| 债权融资           | 843            | (843)        | 0            | 0            | 0            |
| 股权融资           | (55)           | 1,017        | 55           | 0            | 0            |
| 其他             | (333)          | (639)        | (684)        | (673)        | (794)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>456</b>     | <b>(466)</b> | <b>(629)</b> | <b>(673)</b> | <b>(794)</b> |
| 汇率变动影响         | 0              | 0            | -0           | -0           | -0           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(347)</b>   | <b>(363)</b> | <b>437</b>   | <b>277</b>   | <b>476</b>   |

| 主要财务比率         |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 16.8% | 5.7%  | 10.7% | 13.7% | 15.9% |
| 营业利润           | 4.7%  | 30.6% | 1.0%  | 18.8% | 17.1% |
| 归属于母公司净利润      | 6.4%  | 29.2% | 1.5%  | 18.6% | 17.0% |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 39.6% | 30.0% | 28.2% | 28.9% | 28.8% |
| 净利率            | 12.1% | 14.8% | 13.6% | 14.2% | 14.3% |
| ROE            | 19.1% | 20.6% | 18.0% | 20.1% | 21.8% |
| ROIC           | 16.9% | 18.5% | 17.2% | 19.2% | 20.8% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 27.8% | 15.0% | 15.0% | 14.9% | 14.9% |
| 净负债率           | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 4.37  | 2.85  | 3.26  | 3.46  | 3.77  |
| 速动比率           | 4.16  | 2.69  | 3.08  | 3.27  | 3.58  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 应收账款周转率        | 11.7  | 11.6  | 12.2  | 12.3  | 12.4  |
| 存货周转率          | 28.3  | 31.1  | 32.2  | 32.1  | 32.5  |
| 总资产周转率         | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.2   | 1.3   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.72  | 0.93  | 0.94  | 1.12  | 1.31  |
| 每股经营现金流        | 1.35  | 1.62  | 2.10  | 1.71  | 1.98  |
| 每股净资产          | 3.93  | 5.08  | 5.36  | 5.77  | 6.24  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| 市盈率            | 40.5  | 31.4  | 30.9  | 26.1  | 22.3  |
| 市净率            | 7.4   | 5.7   | 5.4   | 5.0   | 4.7   |
| EV/EBITDA      | 25.7  | 20.5  | 20.3  | 17.1  | 14.8  |
| EV/EBIT        | 30.3  | 22.8  | 23.0  | 19.4  | 16.6  |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)