

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	15.57
总股本/流通股本(亿股)	13.33 / 13.33
总市值/流通市值(亿元)	208 / 208
52 周内最高/最低价	22.03 / 11.26
资产负债率(%)	24.1%
市盈率	32.43
第一大股东	吴学群
持股比例(%)	24.3%

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:华夏霖
SAC 登记编号:S1340522090003
Email:huaxialin@cnpsec.com

桃李面包(603866)

短期复苏叠加中期成本下行，产能释放助力长期份额提升

● 投资要点

短期看烘焙行业需求端疫后持续复苏，而细分品类中高性价比产品修复进度预计优于高客单价品类，公司短保面包预计增速回升。成本端面粉处于历史高点、油脂开始回落，2023/2024 年看两年中期维度的持续的成本压力缓解，公司盈利能力预计改善。长期看面包需求从中长保向短保迁移趋势持续，公司作为龙头企业竞争壁垒深厚，份额持续提升。

● 核心观点

公司是烘焙行业中短保面包品类龙头，深耕烘焙市场超 25 年，主营面包、糕点、月饼三类烘焙食品，其中面包占比超 97%。公司坚持高性价比战略，依托“中央工厂+批发”的运营模式，结合自动化生产能力、渠道建设以及品牌效应等优势，迅速抢占市场，当前市占率 3.4% 居烘焙行业前列。目前，公司拥有 38 家子孙公司，并已在全国建立 22 个生产基地，覆盖零售终端近 31 万个，与多家大型 KA 商超（永辉、华润万家、家乐福、沃尔玛、大润发等）建立稳定合作关系。

从烘焙行业整体看，我国在日渐多元化的饮食消费需求支撑下，市场规模稳步提升，疫情期间仍保持中个位数增速，2022 年全国规模达 2500 亿，欧睿预计疫后需求修复下，未来 5 年行业复合增速将重回 7.2%，2025 年行业规模将超 3000 亿。竞争格局看，受配送半径限制，我国烘焙食品企业普遍受困于区域市场，外延扩张较慢，行业集中度较低，竞争格局分散，头部公司达利园、桃李和盼盼的市场份额分别为 3.9%/3.4%/1.6%，行业 CR3 仅 8.9%，CR5 仅 11%，未来整合空间大。从行业趋势看，在健康消费理念以及面包主食化趋势带动下，中长保面包需求逐渐向短保面包需求迁移，未来短保赛道潜力十足。

公司作为短保面包行业龙头，在产品定位、产能建设、运营模式上构建三重护城河。公司以提供优质高性价比产品作为核心竞争基础，配合中央工厂+批发模式铺开市场进行区域扩张与渠道下沉，同时当前在建规划产能达已有产能近 7 成，在有效满足未来全国化扩张布局需求的同时应对竞争对手侵蚀市场份额。**短期来看**，疫后消费力仍在逐渐复苏，当下烘焙行业中性价比品类需求恢复速度预计优于客单价更高的可选品类；**长期来看**，我国烘焙行业龙头集中度仍然较低，对标海外成熟市场，公司作为短保龙头公司份额仍有提升空间。

● 盈利预测与投资建议

公司 2022 年短期受面粉、油脂等原料成本上行以及疫情扰动影响，净利润下滑；看 2023 年，疫后需求复苏、公司产能扩容，叠加成本回落预期，公司盈利能力有望修复。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 74.96/84.69/96.07 亿元，同比增长 12.1%/13.0%/13.4%；实现归母净利润 7.97/9.86/11.18 亿元，同比+24.6%/+23.6%/+13.4%，

对应 EPS 为 0.60/0.74/0.84 元，对应当前股价 PE 为 27x/22x/19x。参考公司历史估值、可比公司估值，叠加公司打开南方市场的预期，我们给予公司 2023 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 19.2 元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业竞争加剧风险；食品安全风险；疫情反复风险；原料、运费波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6686	7496	8469	9607
增长率(%)	5.5	12.1	13.0	13.4
EBITDA（百万元）	1005	1319	1613	1755
归属母公司净利润（百万元）	640	797	986	1118
增长率(%)	-16.1	24.6	23.6	13.4
EPS（元/股）	0.48	0.60	0.74	0.84
市盈率（P/E）	33.24	26.68	21.58	19.04
市净率（P/B）	4.23	3.93	3.60	3.29
EV/EBITDA	20.54	16.51	13.46	12.25

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于 2023 年 4 月 3 日收盘价

目录

1 投资聚焦.....	6
2 桃李面包：聚焦短保二十余载，稳扎稳打拓展全国市场.....	7
2.1 历史沿革：从东北出发，向全国拓展.....	7
2.2 股权架构：家族运营股权集中，员工持股凝聚力强.....	7
2.3 主营业务：立足短保赛道，匠心打造品牌“桃李”.....	8
3 烘焙行业：短保烘焙持续增长，桃李稳居短保龙头.....	10
3.1 烘焙行业产业链：上游成本稳定，下游渠道变革.....	10
3.2 行业规模：快速发展，前景广阔.....	11
3.3 竞争格局：市场集中度低，龙头企业发展空间广阔.....	11
3.4 行业趋势：短保替代长保，份额逐年提升.....	12
4 公司分析：营收稳健增长，盈利短期承压.....	13
5 高性价比产品打造品牌，推陈出新优化产品结构.....	15
6 产能释放井然有序，全国化布局逐步完善.....	16
6.1 持续募投扩大产能，生产基地布局领先.....	16
6.2 成熟市场稳步发展，新兴市场空间广阔.....	18
7 产销模式优势明显，高效渠道运营构筑壁垒.....	20
7.1 “中央工厂+批发配送”经营模式竞争优势明显.....	20
7.2 直营为主经销为辅，渠道把控力强.....	20
7.3 加大投入保障物流高效运转，以销定产维持公司低退货率.....	22
8 短期看复苏进度与成本改善，中长期格局对标海外龙头.....	24
8.1 复苏进度：疫后消费复苏在途，烘焙行业结构切换.....	24
8.2 消费趋势：面包正餐化趋势引领，公司产品契合主流价格带.....	25
8.3 成本端：核心原料预期下行，盈利能力改善在望.....	26
8.4 长期格局：对标海外龙头，行业集中度仍有提升空间.....	27
9 盈利预测与投资建议.....	28
9.1 盈利预测.....	28
9.2 估值与投资建议.....	29
10 风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 公司发展历程	7
图表 2: 家族企业特征明显, 股权架构稳定	8
图表 3: 桃李员工持股计划	8
图表 4: 桃李主要产品	9
图表 5: 公司各产品销售收入 (亿元)	9
图表 6: 2022 年公司各产品销售收入占比	9
图表 7: 烘焙行业产业链上下游	10
图表 8: 面粉、油脂、糖、鸡蛋、酵母是核心原料	10
图表 9: 烘焙行业渠道变迁	10
图表 10: 我国烘焙行业市场规模及增速 (亿元)	11
图表 11: 烘焙细分品类趋势	11
图表 12: 2022 年我国烘焙行业公司份额	12
图表 13: 短保巨头宾堡、美焙辰、桃李对比	12
图表 14: 我国面包市场规模及增速 (亿元)	13
图表 15: 主营长保面包的达利食品市场份额逐步下滑	13
图表 16: 公司营收及增速	14
图表 17: 公司归母净利润及增速	14
图表 18: 公司净利率、毛利率	14
图表 19: 公司销售、管理、财务费用率	14
图表 20: 公司资产分析 (亿元)	15
图表 21: 公司 ROE 伴随扩张下滑	15
图表 22: 桃李面包高性价比	15
图表 23: 研发投入不断提升	16
图表 24: 公司产品在线下商超销售额变化 (万元)	16
图表 25: 2022 年公司产能地区分布	17
图表 26: 2022 年末公司当前已有和在建产能	17
图表 27: 公司未来折旧对整体营收影响较小	17
图表 28: 公司各区域收入占比	18
图表 29: 分地区毛利率对比	18
图表 30: 东北、华北地区营业收入增速放缓 (亿元)	18
图表 31: 华东加速扩张、西南地区稳步发展 (亿元)	19
图表 32: 华南、西北、华中地区营业收入 (亿元)	19
图表 33: 短保烘焙行业三种经营模式对比	20
图表 34: 公司销售部门组织结构图	21
图表 35: 2015-2022 年直营收入 (亿元)	21

图表 36: 2015-2022 年经销收入 (亿元)	21
图表 37: 2022 年公司经销商区域分布情况	22
图表 38: 公司销售人员占比逐年提升	22
图表 39: 公司物流配送体系运转高效	22
图表 40: 公司运输费用率伴随全国化提升	23
图表 41: 公司与乳制品、连锁门店等业态对比运费偏高	23
图表 42: 桃李存货周转率高于竞争对手 (次)	24
图表 43: 疫情期间烘焙行业大量出清	25
图表 44: 烘焙行业一级市场投融资趋势	25
图表 45: 木丁商超桃李线下营收趋势 (亿元)	25
图表 46: 放开后 1 月桃李线下商超需求仍待修复	25
图表 47: 2021 年美团线上中式糕点下单时间段占比	26
图表 48: 2020、2021 年美团面包品牌下单时间段占比	26
图表 49: 西式烘焙外卖订单价格带分布	26
图表 50: 桃李产品价格契合主流 10-40 元消费区间	26
图表 51: 2022 年公司生产成本构成& 2015 年原材料采购比重	27
图表 52: 公司毛利率与油脂价格关联较高	27
图表 53: 公司主要原料价格趋势	27
图表 54: 中国烘焙市场前五大公司市占率变化趋势	28
图表 55: 2022 年各国烘焙行业 CR3、CR5 对比	28
图表 56: 各国烘焙行业头部公司市占率	28
图表 57: 2021 年各国人均烘焙食品消费金额	28
图表 58: 公司主营业务营收拆分预测	29
图表 59: 可比公司估值	29
图表 60: 桃李面包绝对估值测算	30
图表 61: 公司 PE-Band	31

1 投资聚焦

➤ 研究背景与核心逻辑

烘焙行业在疫后消费力受损背景下，面临需求结构重塑，高性价比的短保面包需求迎来回升。同时成本端，面粉、油脂等处于历史高位，2023 年回落预期下，行业盈利能力有望修复。

➤ 不同于市场的观点

市场认为：烘焙行业正从 2.0 时期的短保产品向 3.0 时期的门店现做产品转变，消费者更加强调门店现做，线下门店模式将成为未来烘焙行业主流。

我们认为：近年受资本追捧的高客单价网红连锁烘焙店在疫后消费力缓慢复苏背景下需求放缓，多数品牌收缩退出部分市场，同时 2022 年一级市场相关投融资规模腰斩。此外，网红类烘焙门店大单品产品生命周期短，单店盈利模式还未能得到有效验证，预计短期无法快速代替传统短保面包。当前背景下，更为注重性价比的烘焙产品符合当下经济背景下的主流消费趋势，预计需求将持续提升，细分品类龙头桃李面包增速有望重回双位数增长。

➤ 核心假设

1. 成本：预计 2023 年面粉、油脂、乳制品等原料成本有望回落，公司综合成本低个百分点下降，毛利率预计改善 2pct。

2. 需求：未来公司面包产品南下全国化发展带来的量增是营收主要增长点，未来 2 年增速重回双位数，公司在建产能较当前现有产能增长超 60%，体现公司对未来发展的信心。

➤ 业绩预测

预计核心的面包业务 2023-25 年三年营收分别为 72.77/82.23/93.33 亿元，同比增速分别为 12.11%/13.00%/13.50%，其中 2023-25 年复合增速为 12.87%。

➤ 核心看点

短期来看：中式烘焙门店业态风口消退，为高性价比产品释放需求空间。

中期来看：中式糕点零食化，西式烘焙正餐化，短保面包迎来更广阔正餐消费场景。

长期来看：对标海外成熟市场，行业龙头有望抢占更多市场份额。

2 桃李面包：聚焦短保二十余载，稳扎稳打拓展全国市场

2.1 历史沿革：从东北出发，向全国拓展

公司深耕烘焙市场超 25 年。公司成立于 1997 年，主营面包、糕点、月饼三类烘焙食品，是一家致力于烘焙食品生产、加工、销售的综合性公司。公司坚持高性价比战略，依托“中央工厂+批发”的运营模式，结合自动化生产能力、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。目前，公司拥有 38 家子孙公司，并在全国建立 22 个生产基地，覆盖零售终端近 31 万个，与多家大型 KA 商超（永辉、华润万家、家乐福、沃尔玛、大润发等）建立稳定合作关系。

公司自东北起家，逐步向全国发力。公司以东北为核心基本盘，逐渐向全国辐射，当前东北、华北、西南区域已成为收入和利润的主要来源。未来随着产能布局的全国化推进，公司将重点拓展华东、华中、华南区域，形成发展梯队。经过多年的耕耘和积累，公司核心产品面包及糕点所使用的桃李品牌已成长为跨区域的全国知名面包品牌。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，中邮证券研究所

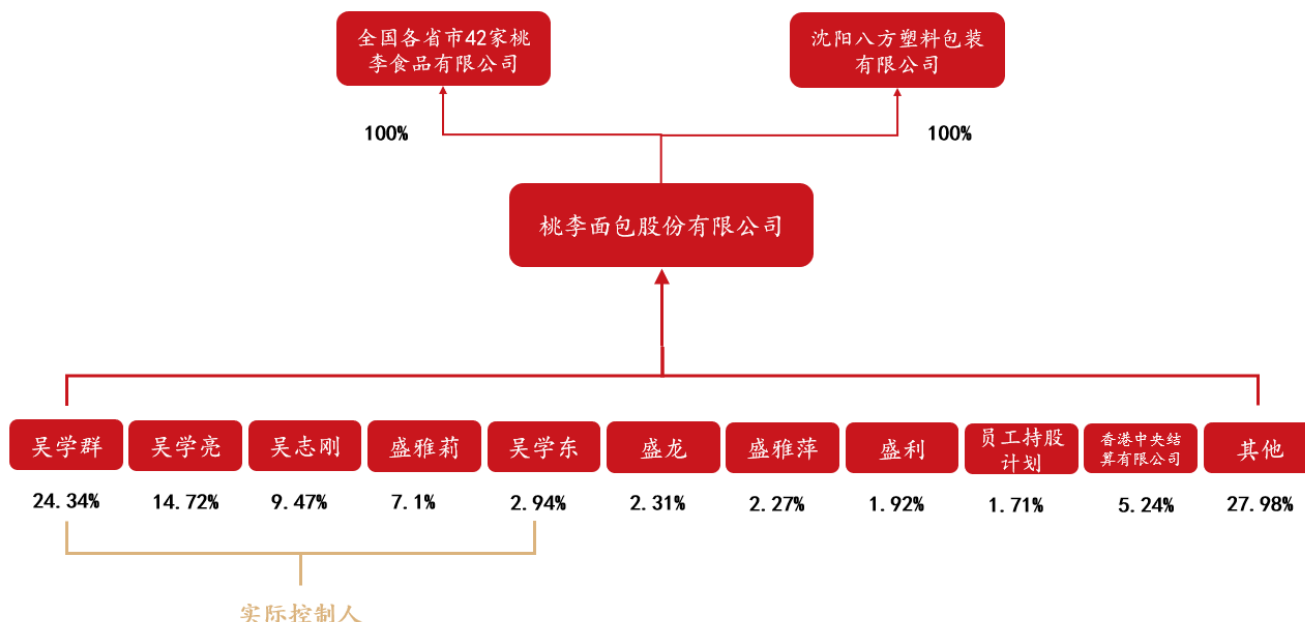
2.2 股权架构：家族运营股权集中，员工持股凝聚力强

公司为家族化企业，公司第一大股东、创始人之一的吴学群先生当前持股比例为 24.34%。公司实际控制人为吴学群、吴学亮、吴志刚、盛雅莉和吴学东五人，吴志刚和盛雅莉为配偶关系，吴学东、吴学群和吴学亮分别为两者的长子、次子和三子，五人合计持股比例高达 58.57%。此外，前十大股东中盛龙、盛雅萍和盛利与五位实际控制人之一的盛雅莉为兄弟姐妹关系。

子承父业，核心管理团队经验丰富。目前吴志刚次子吴学群先生作为最大自然人股东持有公司 24.34%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和扩张阶段，家族企业因血缘纽带带来的管理层稳定和相互信任，配合现任管理团队丰富的市场开拓经验，能更大程度上保证公司长期的稳定发展。

图表2：家族企业特征明显，股权架构稳定



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司实施多次员工持股计划，绑定公司和员工利益。公司为激励员工设立员工持股计划，合计持股占总股本的 1.71%。公司 2017 年后多次发起员工持股计划，重视对员工的激励与培养，利益绑定下核心员工稳定有助于公司平稳运营。

图表3：桃李员工持股计划

批次	实施时间	每期参与人数	实际持股数量（万股）	实际持股比例
第一期	2017年5月	108	18.6130	0.0414%
第二期	2018年7月	109	13.1300	0.0279%
第三期	2019年5月	127	26.0000	0.0395%
第四期	2020年2月	127	19.1881	0.0291%
第五期	2021年2月	200	101.7789	0.1496%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 主营业务：立足短保赛道，匠心打造品牌“桃李”

短保面包是公司的核心产品。公司主要产品包括面包、月饼、粽子三类，其中核心产品是桃李品牌的面包，而月饼和粽子则为针对传统节日开发的时令节日产品，进一步丰富公司的产品结构。

烘焙面包可分长保、中保、短保三类，短保面包以主食为主，中长保面包以休闲零食为主。根据保质期时间长短，面包可以有如下分类：

- 长保面包（6个月以上）：偏休闲零食属性，如法式小面包、蛋黄派等。长保面包在我国发展较早，但由于口感、新鲜度、健康性等因素相比中短保面包有明显的劣势，近年占比下滑。代表企业有达利食品、盼盼食品等。
- 中保面包（30-90天为主）：偏休闲零食属性，兼具主食属性，如蒸蛋糕、天然酵母面包等。中保面包近年受益于休闲零食行业发展和线上电商的繁荣，规模不断扩大，增速较快。
- 短保面包（1-7天左右）：代餐和主食属性较强，如吐司、手撕面包等。主要消费场景是正餐作为主食，具有较强的必选消费属性。

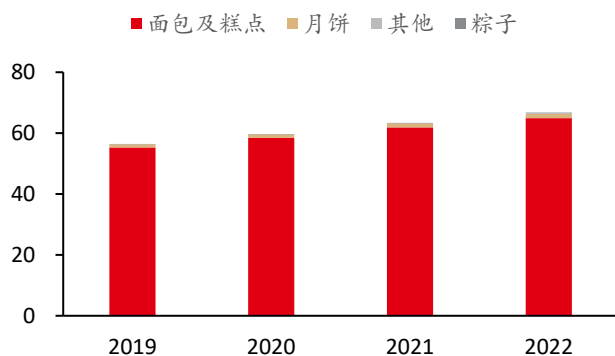
图表4：桃李主要产品



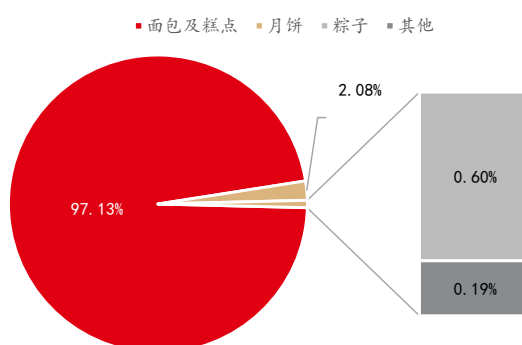
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

销售收入核心为面包。2022年，公司营收66.86亿元，其中面包为64.91亿元，同比增长4.90%，占营收比重为97.13%。2017-2022年间，公司面包及糕点业务的营收和毛利占比均在97%左右，月饼和粽子作为季节性的补充业务，占比合计2-3%左右。

图表5：公司各产品销售收入（亿元）



图表6：2022年公司各产品销售收入占比



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

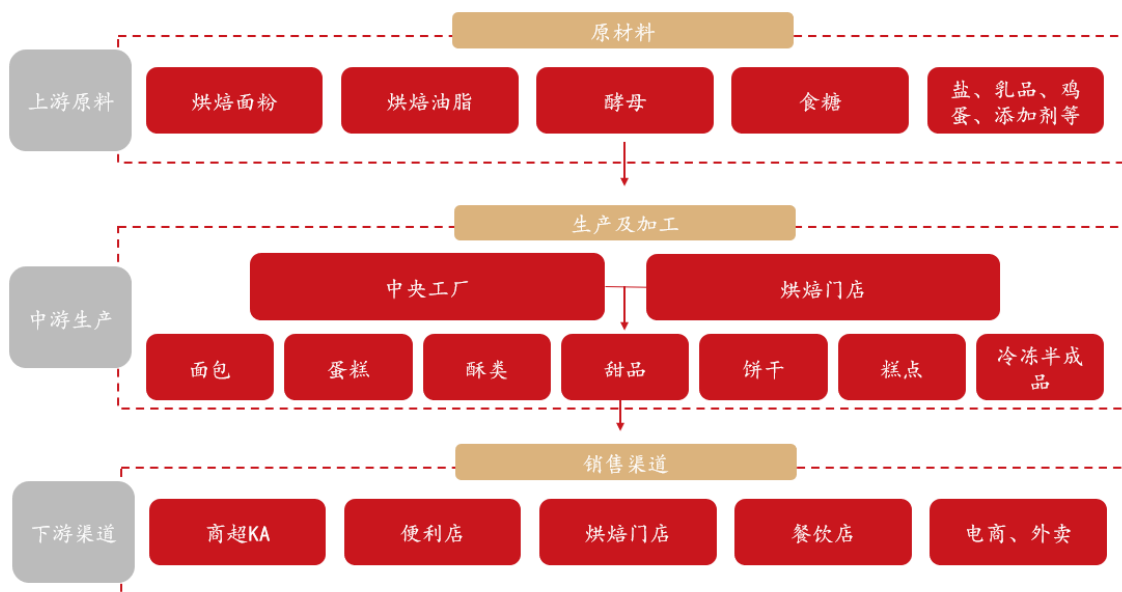
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

3 烘焙行业：短保烘焙持续增长，桃李稳居短保龙头

3.1 烘焙行业产业链：上游成本稳定，下游渠道变革

烘焙行业上游为原材料供应商，其中核心原料主要为烘焙面粉、油脂、食糖、酵母、乳制品等。中游主要为生产加工环节，从业态看主要分为中央工厂以及烘焙门店两类生产模式。下游渠道端主要为线下商超、便利店、餐饮店、烘焙门店、以及线上电商、外卖等。

图表7：烘焙行业产业链上下游

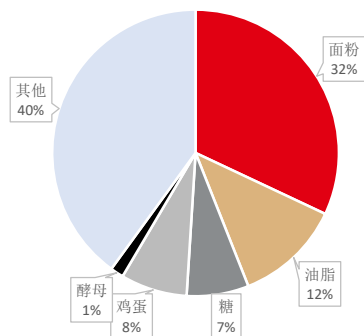


资料来源：飞鲸投研、中商情报、公司招股书、欧睿国际，中邮证券研究所整理

烘焙行业上游中面粉、油脂、食糖占据成本较大比重。以桃李面包为例，面粉、油脂、食糖占采购成本超50%。从上游供应商集中度看，我国面粉、食糖、酵母行业中大型企业占据较大份额，下游生产环节议价能力较弱。

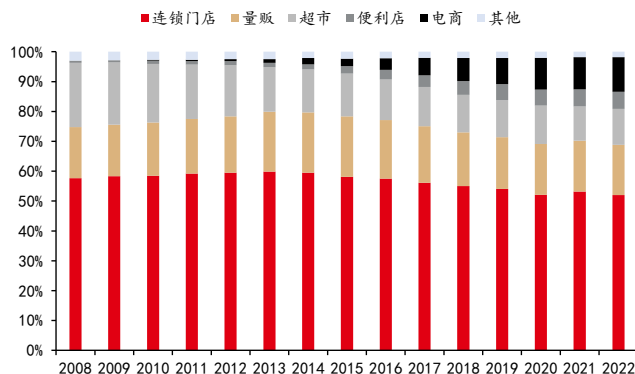
烘焙行业下游渠道中电商、便利店渠道占比逐年提升。2008年烘焙行业主要渠道为烘焙门店、量贩、商超，占比分别为58%/17%/22%，合计占97%，而截至2022年三者合计占比降至81%，其中商超渠道占比下滑近45%，电商、便利店渠道占比升至18%。

图表8：面粉、油脂、糖、鸡蛋、酵母是核心原料



资料来源：桃李面包公司年报，中邮证券研究所

图表9：烘焙行业渠道变迁



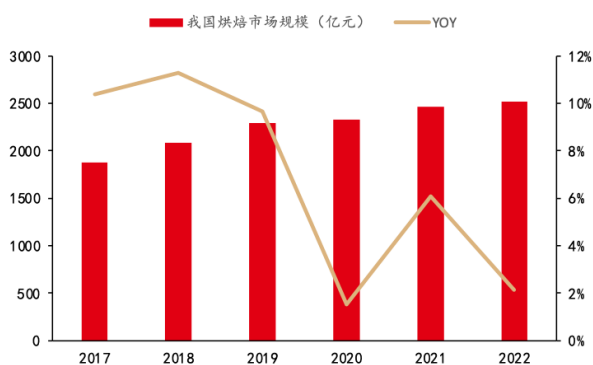
资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

3.2 行业规模：快速发展，前景广阔

我国烘焙行业前景广阔。烘焙食品主要包含西式的面包、蛋糕、饼干、馅饼以及中式传统糕点如月饼、糕点等，当前市场规模在达到 2500 亿左右趋于稳定。中国烘焙行业整体发展时间较短，在 20 世纪末呈现快速发展趋势。根据欧睿国际的数据，2017-2022 年烘焙规模 CAGR 为 6.1%，是食品饮料行业中成长较快的板块之一。2022 年行业规模达 2519 亿元，根据欧睿国际预测，2022-2027 年行业复合增速在疫后将回升至 7.22%，2024 年中国烘焙市场规模有望接近 3000 亿元。

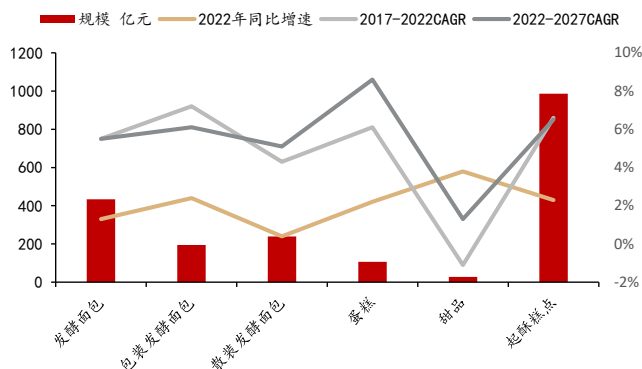
从细分品类看，起酥糕点仍是烘焙行业中最大细分品类，2022 年规模达 985 亿。发酵面包是烘焙行业中第二大子品类，2022 年规模为 433 亿，其中包装/散装面包分别为 194/239 亿元，从增速看 2017-2022 年包装面包前 5 年复合增速为 7.2%，高于散装面包的 4.3%，欧睿预计未来 5 年包装面包增速仍将高于散装面包。

图表10：我国烘焙行业市场规模及增速（亿元）



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表11：烘焙细分品类趋势

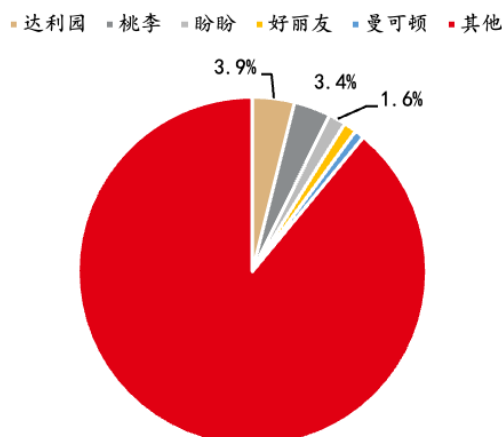


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

3.3 竞争格局：市场集中度低，龙头企业发展空间广阔

烘焙行业竞争格局分散，市场集中度仍有提升空间。2022 年我国烘焙领先企业达利园、桃李和盼盼的市场份额分别为 3.9%、3.4%和 1.6%，CR3 仅 8.9%，CR5 仅 11%。受配送半径限制，我国烘焙食品企业局限于区域市场，行业集中度较低，竞争格局较为分散，整合空间大，当前行业头部公司中以长保产品起家的达利园、盼盼、好丽友占比更高，而以短保产品为主的桃李、曼可顿逐渐后来居上。

图表12：2022 年我国烘焙行业公司份额



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

三大短保巨头差异化竞争，构筑短保行业壁垒。桃李在激烈的市场竞争中脱颖而出，稳坐短保龙头。短保面包赛道中，随着各品牌进入，市场竞争愈加激烈，但桃李凭借着 20 多年的渠道拓展和短保产品生产经验稳据最大市场份额。

目前桃李主要竞争对手为外资品牌宾堡、曼可顿和国内品牌美焙辰。美焙辰为中国烘焙龙头达利集团于 2018 年推出的短保品牌，其聚焦早餐家庭消费市场，以微弱价格优势拓展市场；宾堡是全球最大的食品烘焙企业，进入中国市场数十年，通过收购曼可顿等公司提升其在国内市场影响力，其品类丰富但渠道布局主要集中在高线城市，尚未进行下沉。

图表13：短保巨头宾堡、美焙辰、桃李对比

品牌	进入市场时间	产品系列	供应链&渠道	市场区域
宾堡（收购曼可顿）	2006进入中国市场，2018年收购曼可顿	不同系列分别定为高中低端市场	“中央工厂+批发”；区域市场拓展和渠道下沉	华北、华东，主要集中于北上广等一线城市
美焙辰	达利食品1989年成立，2018年推出短保品牌美焙辰	定位早餐替代，以低价同质和明星代言抢占市场	渗透原有渠道，开发新网点，零售终端数量多	东北、华北、华南
桃李	1997年成立，深耕短保市场20余年	高性价比明星产品稳扎稳打，积极研发新品	“中央工厂+批发”模式成熟，“直营+经销”的销售模式	已从东北向全国其他区域扩张

资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

3.4 行业趋势：短保替代长保，份额逐年提升

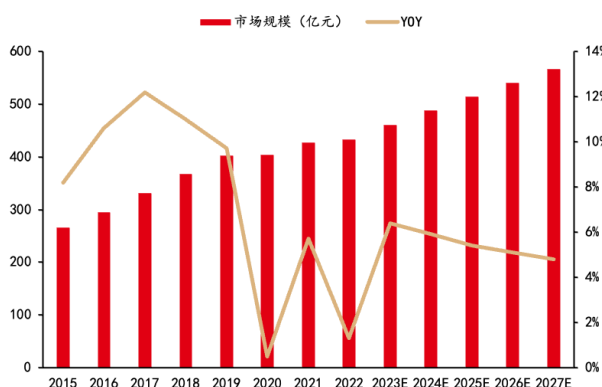
中长保面包需求向短保面包需求迁移，短保赛道潜力大。一方面，在健康意识的兴起和消费升级的推动下，人们更倾向于新鲜、健康、口感好的短保烘焙食品，中长保面包中具有主食属性的部分易被只含有少量甚至不含防腐剂的短保面包替代；另一方面，在城镇化率提升的背景下，人们生活节奏加快，根据一项对中国居民早餐行为调查，多数人愿意在早餐上花费的时间不足 15 分钟，人们在选择和准备早餐时首先考虑快捷方便和注重营养，加之西

式饮食习惯在年轻一代的逐渐渗透，相比于传统中式门店类早餐如面条、馄饨等堂食品类，购买便利和食用便捷的面包有望获得更多人的青睐。

短保烘焙目前市场份额较小但持续增长，行业空间广阔。中国的面包行业经过多年的发展已经逐渐步入正轨，国外知名的面包生产厂商在中国市场不断投入资金和技术，如今，品牌、营销和管理三个要素实现差异化和专业化的企业能够在众多的竞争对手中脱颖而出，提高市场份额和竞争能力。仅讨论发酵面包产品，2022 年短保面包市场规模在 140 亿左右，长保面包市场规模 300 亿左右。目前短保面包的体量较小，但在面包市场占比持续上涨，根据欧睿国际对未来面包市场规模的预计以及《2021-2027 年中国面包行业全面调研及市场规模预测报告》对短保面包占比的数据推算，2027 年短保面包市场规模有 50% 增长空间。

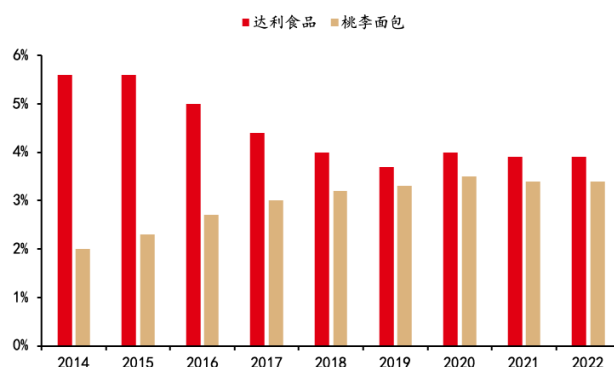
长保和短保龙头企业市场份额此消彼长。主营长保面包的达利食品市场份额从 2014 年的 5.6% 逐年下降到 2019 年的 3.7%，随后由于推出短保品牌美焙辰市场份额逐步稳定；而短保代表品牌桃李面包从 2014 年的 2% 增长到 2022 年的 3.4%，其他短中保品牌商市占率也在不断提升，这进一步印证短保面包已成为趋势，是烘焙领域最具潜力的细分品类。

图表14：我国面包市场规模及增速（亿元）



资料来源：欧睿国际，公司年报，中邮证券研究所

图表15：主营长保面包的达利食品市场份额逐步下滑



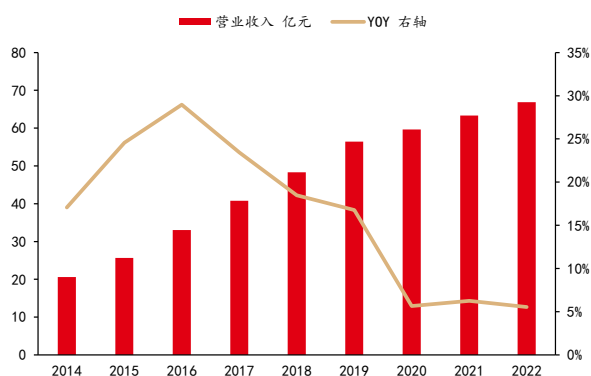
资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

4 公司分析：营收稳健增长，盈利短期承压

公司持续扩张推动收入高速增长。整体来看，桃李聚焦短保面包，过去十年间发展迅速，公司各项经营资产伴随营业收入增长逐步扩大，同时公司在不断加大投入为南下全国化布局新一轮增长积蓄力量。

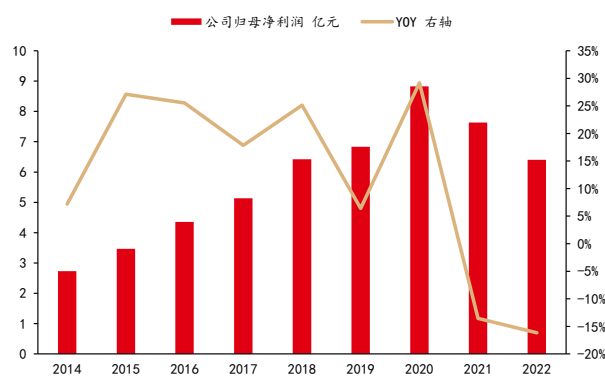
公司 2022 年需求盈利承压，2023 年预计逐季复苏。公司营业收入从 2014 年的 20.58 亿元增长到 2022 年的 66.86 亿元，近 5 年 CAGR 为 10.38%，保持高于行业的增速。2020 至 2022 年，疫情反复，各地封控影响公司产品配送运输，同时终端渠道门店客流下滑影响消费需求，公司增速放缓，同比增长在 6% 左右。公司归母净利润从 2014 年的 2.73 亿元增长至 2022 年的 6.40 亿元，近 5 年 CAGR 为 4.51%。2021、2022 年受疫情封控等因素影响，公司净利润在上市后首次呈现负增长。看 2023 年，预计在疫后复苏催化下，营收有望重回双位数增长，同时净利润预计也将重回增长趋势。

图表16：公司营收及增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表17：公司归母净利润及增速

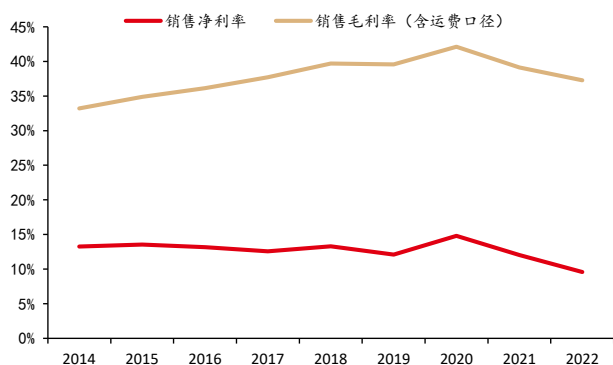


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司毛利率、净利率略有下滑。2014年至2020年，伴随公司规模效应逐步显现，公司生产效率和议价能力不断提升，毛利率从2014年的33.2%稳定增长至2020年的42.1%（还原运费口径）。2021年后毛利率下滑主要由于1）主要原料中面粉、油脂等价格上涨导致生产成本增加；2）中保面包需求量提升导致外购代工成本同比提升；3）受疫情及部分地区夏季持续高温限电影响，报告期内终端配送服务等成本增长和返货率提升；4）市场开拓期间，华东、华中等低毛利率地区营收占比有较大幅度提升，拉低整体毛利率。5）促销力度增大折让率高于去年同期。

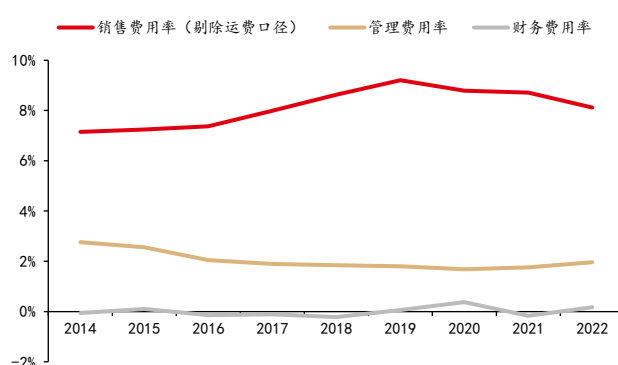
公司费用管控能力提升。疫情前公司期间费用率不断上涨主要由于全国化布局进程中物流费用及门店投放等推动销售费用率上涨。2020年后，销售费用率（剔除运费口径）低于10%且逐年下降。另外管理费用率压控见效，财务费用率持续低位徘徊。

图表18：公司净利率、毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表19：公司销售、管理、财务费用率



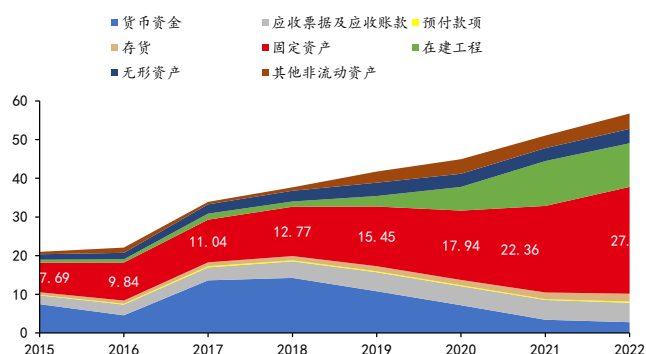
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司固定资产和在建工程逐年提升，前期全国中央工厂投资有助于提升后期业绩释放潜力。公司的主要资产中在建工程与固定资产占比逐年提升，随着公司的不断发展，公司的固定资产和公司的营业收入呈现较强的相关性。由于净利润在疫情期间的下滑，公司货币资金有所减少，但全国多个生产基地的建设使得固定资产+在建工程快速放大，为未来的发展奠定基础。

公司 ROE 受疫情影响以及扩张影响近年下滑，但仍处于行业较高水平。公司 ROE 整体处于较高水平，杜邦分析看，公司权益乘数保持稳定。2020年后 ROE 下降主要是由于净利

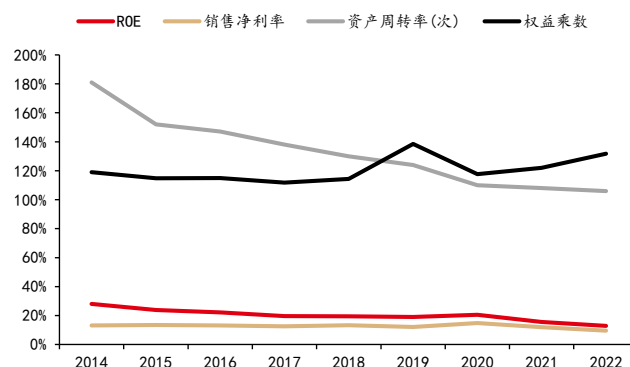
润增速下滑、扩产导致的总资产周转率下降等影响，随着公司全国布局的深化，运营效率回升以及疫后修复，周转率有一定提升空间，ROE 有望企稳回升。

图表20：公司资产分析（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表21：公司 ROE 伴随扩张下滑



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

5 高性价比产品打造品牌，推陈出新优化产品结构

“高性价比”是桃李最重要的核心标签及品牌形象。自成立来，桃李始终以“让更多人爱上面包”为使命，主打高性价比大众路线，将明星产品大规模生产带来的价格优势作为公司收入增长的驱动力。与短保面包赛道主要竞争对手对比，桃李同类产品的价格显著低于外资龙头宾堡，与奉行低价营销策略而开拓短保市场的美焙辰不相上下。

图表22：桃李面包高性价比

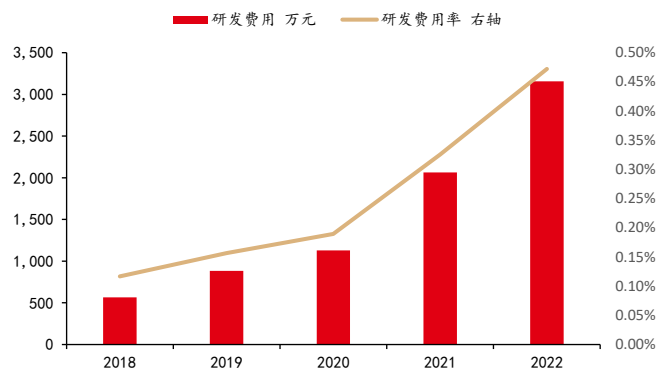
短保面包 代表品牌	产品	净重	单价（元）	每百克价格（元）
桃李	天然酵母面包	900g	39.9	4.4
	醇熟切片面包	400g	8.9	2.2
	桃李奶棒面包	240g	10.1	4.2
宾堡（曼可顿）	厚切吐司手撕面包	480g	32.9	6.9
	红豆手撕面包	160g	7	4.4
美焙辰	全麦吐司	400g	8.9	2.2
	手撕面包	160g	6.4	4

资料来源：天猫超市，中邮证券研究所

研发投入持续提升，为新品研发和工艺革新提供保障。公司从研发方面紧跟市场消费需求的变化，2022 年研发投入超过 3000 万元，研发投入逐年提升，近四年间增长 459%，而研

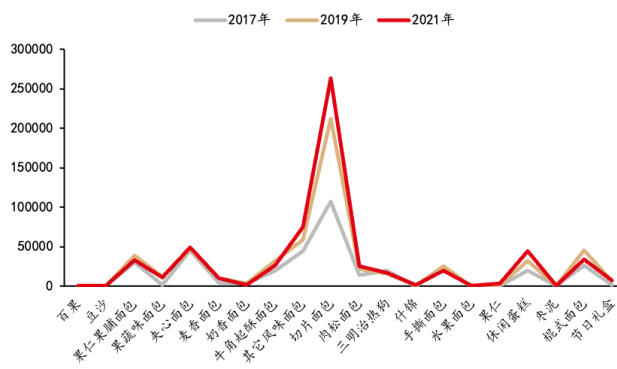
发费用率从 2018 年的 0.1% 提升至 2022 年的 0.47%。由于公司主要进行产品研发，只需在核心工厂进行研发试制，成功后即可将配方、技术迅速复制到各地工厂，因此研发费用率控制在较低水平。同时公司通过不断引进日本、欧洲的先进生产设备提升产品品质；通过国内外市场调研和展会交流，了解最新产品种类，学习先进的生产管理经验，整体研发运营能力行业领先。

图表23：研发投入不断提升



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表24：公司产品在线下商超销售额变化（万元）



资料来源：木丁商品信息，中邮证券研究所

公司追求明星单品销售规模，保留明星产品的基础上紧跟流行趋势不断推陈出新。桃李目前产品种类以面包为主，从线下商超销售额来看，2021 年面包销售额占比 91%，其中醇熟切片面包为明星产品占据较大线下营收贡献。公司近年不断加大投入以实现大规模标准化生产、降低单位生产成本，销售额及占比增长迅速。

公司在原有明星单品的基础上，加快产品更新速度，每年开发一定数量的新品，2021 年推新品率约 20%，保留经过市场检验受欢迎的品类，培育出岩烧蛋糕、轻乳芝士蛋糕、酥皮面包、蔓越莓切片等一系列深受消费者喜爱的新产品，以适应当前消费习惯和消费潮流的变化趋势，产品产销率也维持在较高水平。

作为龙头企业，公司承受波动与产品转化能力强。相比同行业的竞争对手，作为龙头企业的桃李承受波动和应变能力更强，产品转化能力也是公司核心竞争力之一。公司可以根据市场需求不断调整品类，忍受短暂亏损，直到生产的商品被市场认可，再加大生产实现产品结构的调整。产品转化同时保留经典爆款产品能够提升品牌的影响力和忠诚度，逐渐形成马太效应。

6 产能释放井然有序，全国化布局逐步完善

6.1 持续募投扩大产能，生产基地布局领先

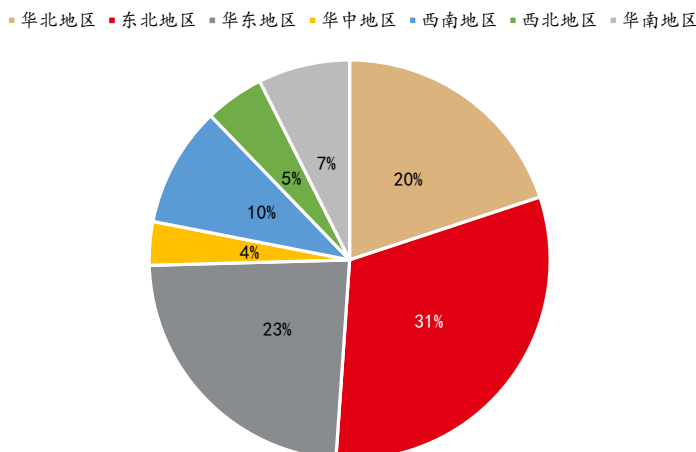
公司稳步扩张生产基地，为公司全国化布局的推进提供坚实的支撑。短保面包由于“新鲜”的属性，生产地贴近销售地是其中一个必要条件，公司在全国化扩张的同时需不断新建工厂，扩张产能以支撑区域扩张。

公司上市以来共进行三次募资，实际募集资金共 22.66 亿元，用于在全国建设生产基地，截至 2022 年底，公司共有 22 个生产基地已投入使用，在建生产基地项目 7 个。同时在

2022 年 12 月,公司以 4580 万元的价格竞得广东佛山 6 万平方米地块,预计投资 20 亿元建设华南烘焙食品中心项目,打造华南区域总部,为公司南下打下基础。

公司目前产能储备充足,主要集中在东北、华北和华东地区。截至 2022 年,公司实际可用产能高达 45.5 万吨,目前正在建的 6 个生产基地计划总产能达 30.89 万吨,华东、华南、西南地区产能将逐步释放,扩大产能一方面将更好地与下游增长的需求相匹配,保持并扩大市场份额,另一方面可以通过扩大生产提升规模效应,在基础薄弱地区更好推进性价比竞争战略。目前已投入使用的生产基地整体产能利用率为 81.39%,目前如华中地区等投产时间较短的生产基地因处在过渡期产能利用率较低,未来有较大的提升空间,而相对成熟的东北、华北基地产能利用率均在 85%以上。

图表25: 2022 年公司产能地区分布



资料来源: 公司年报, 中邮证券研究所

公司在建产能规划超前,为南下全国化提前打下基础。截至 2022 年末,公司当期已有产能合计 45.47 万吨,其中华北、东北、华东分别为 9/14/11 万吨,合计占据公司近 75% 产能。当期,公司规划在建产能 30.89 万吨,为公司当前已有产能的 66%,整体规划略超前。

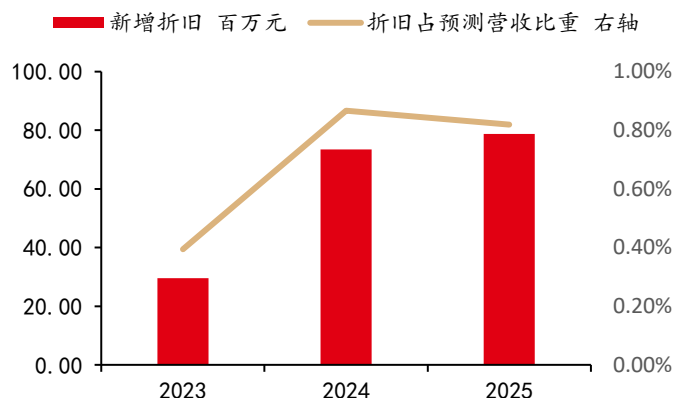
华东、东北地区新增产能均超 10 万吨,另外华中、华南地区也有超 3 万吨产能规划。从折旧看,公司产能在 2024 年集中释放后,预计年新增折旧在 7000 万左右,占营收比重在 0.7%,新增折旧对盈利影响相对较小。

图表26: 2022 年末公司当前已有和在建产能

地区	已有产能 吨	在建产能 吨
华北地区	90,564.75	0
东北地区	141,793.35	120900
华东地区	106,727.90	123600
华中地区	16,000.00	30000
西南地区	44,238.00	0
西北地区	21,747.00	0
华南地区	33,677.64	34400
合计	454,748.64	308,900.00

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表27: 公司未来折旧对整体营收影响较小

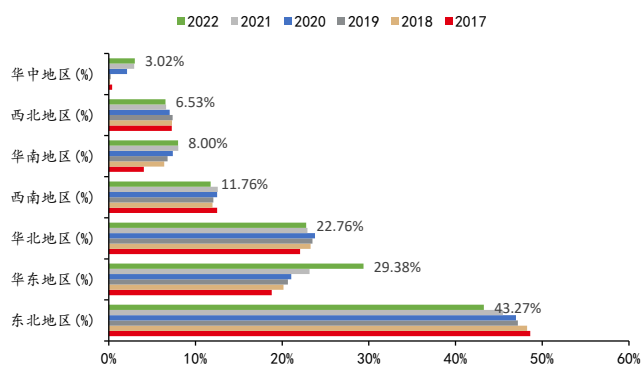


资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所测算

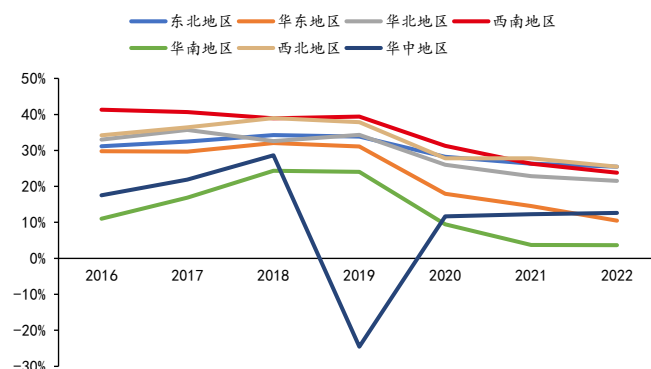
6.2 成熟市场稳步发展，新兴市场空间广阔

桃李逐渐南下，布局全国市场。桃李自东北起家，在东北市场根基深厚，是公司大本营市场，近年随公司全国化布局，收入占比逐渐降低至 2022 年 43.27%；华北地区的北京桃李工厂也于 1998 年成立，经过二十余年耕耘目前也是公司主要的创收创利基地；华东是公司重点开拓的成长中市场，随着江苏、浙江等地工厂投产，收入占比有显著提升；西南市场是桃李从区域到全国的第一个重点发展区域，整体发展稳健；华南、西北和华中作为新兴市场，市场规模在快速增长，成长空间广阔。从毛利率看，东北、华北、西南、西北等地毛利率较高，均在 20% 以上，而华中、华东、华南等后发市场毛利率相对偏低，未来仍有提升空间。

图表28：公司各区域收入占比



图表29：分地区毛利率对比



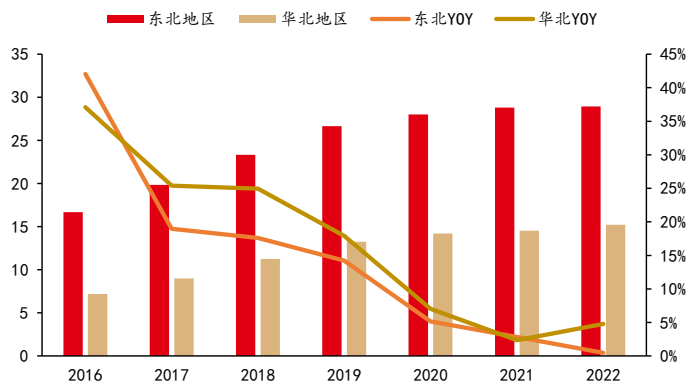
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

北方地区成熟市场收入增速放缓，利润有望维持较高水平。东北地区是公司大本营市场，贡献公司近半的收入和大部分的利润，2022 年营业收入 28.93 亿元，2017-2022 年期间营收 CAGR 为 7.84%。在保持中心城市高市占率的同时，未来增长更多来自乡镇网点开发。沈阳和长春生产基地建设完成后，东北地区将新增产能约 12 万吨，公司在东北市场地位将更为稳固。

公司在华北地区凭借高性价比和供应链优势取得领先地位，2022 年华北地区收入规模 19.64 亿元，2017-2022 年期间 CAGR 为 11.08%。因华北地区短保竞争者众多，公司费用投放较东北地区更高，但盈利能力依旧稳健，且华北市场容量和消费水平高于东北，预计未来仍能具备强劲的增长势头。

图表30：东北、华北地区营业收入增速放缓（亿元）

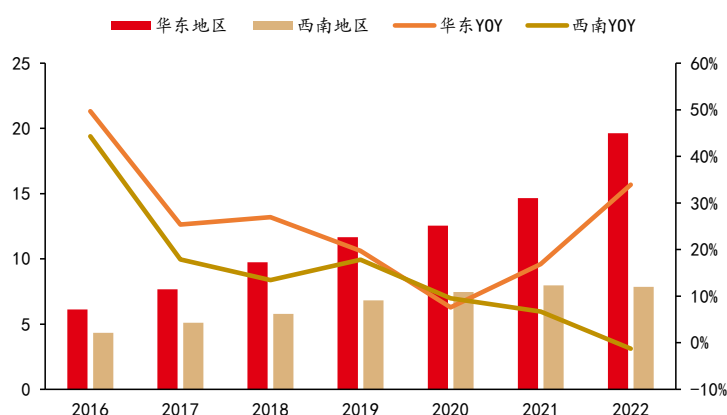


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

华东地区重点扩张，潜力较大；西南地区稳步发展。华东地区消费者对于国内烘焙和短保类产品消费习惯相对成熟，且城镇人口数量多、消费水平高。公司近年来将华东地区作为重点扩张区域，目前已初见成效，随着产能逐步投产释放和公司加速拓展，收入稳健增长，2022 年华东营收 19.64 亿元，疫情扰动下仍实现同比增长 33.9%，2017-2022 年期间营收 CAGR 为 20.69%。由于桃李进入华东地区市场较晚，拓展市场阶段推广费用较高影响盈利水平，随着浙江工厂投产，江浙地区跨省运输物流成本高的问题将得以解决，华东地区的盈利能力也将逐步提升。

西南地区虽然不是短保烘焙重点消费区域，但公司进入市场较早、竞争对手少，整体经营较为成熟，盈利能力领先，2022 年公司在西南地区营收 7.86 亿元，2017-2022 年期间营收 CAGR 为 9.05%，整体维持稳健运营。

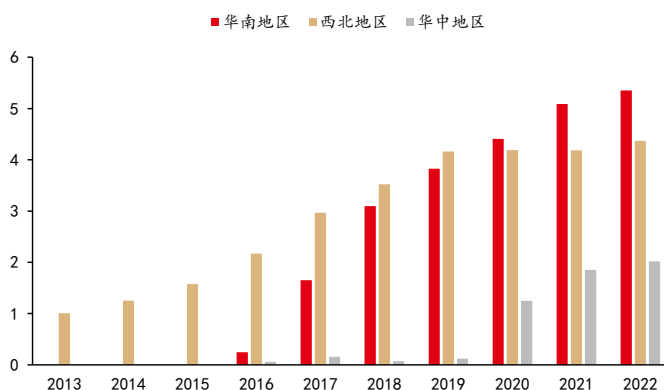
图表31：华东加速扩张、西南地区稳步发展（亿元）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

新兴市场盈利短期承压，留有发力空间。华南地区和华东地区一样也是公司近年重点拓展的区域，由于目前仅有一个东莞工厂，产能有限且区域配送半径较长，因此短期内盈利能力相对较弱，但近年亏损幅度收窄，随着产能投放和配送网络加密，华南地区有望在短期内扭亏为盈。西北地区主要由西安工厂生产供应，销售规模相比成熟市场较小，但盈利能力相对稳定。华中地区新市场在武汉工厂投产后营收增速极快，公司借鉴其他区域市场开拓的经验，华中地区即将步入快速发展期。

图表32：华南、西北、华中地区营业收入（亿元）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

7 产销模式优势明显，高效渠道运营构筑壁垒

桃李凭借适配的产销模式和高效的供应链体系构筑起核心壁垒。短保面包的保质期短，对于周转效率要求极高，而桃李在渠道和产能方面具备优势。公司以“中央工厂+批发”进行快速的终端扩张，直营为主的销售模式已覆盖超过 31 万个终端，高效的供应链体系具体表现在较高的物流周转效率和较低的退货率。20 多年来，桃李一直在向这些方向努力，并通过不断扩大产能、深耕渠道、提高周转率来逐步增强竞争壁垒。

7.1 “中央工厂+批发配送”经营模式竞争优势明显

当前短保烘焙行业主要有三种经营模式：“中央工厂+批发”模式是企业各个城市设立中央工厂，以工厂为圆心，通过集中物流配送，将产品批发给本地及周边城区的商场、超市或经销商，生产自动化程度较高，规模效应显著。“连锁门店”模式是将面包店开设在城镇人口密集的商业区和居民区，通过可视化操作和专业化的现场加工，最大限度的满足顾客在产品质量、口感和新鲜程度等方面的要求。“中央工厂+线上销售”模式没有实体门店，更为轻资产，以低价、促销策略吸引新用户。

图表33： 短保烘焙行业三种经营模式对比

模式	特点	优势	劣势	代表企业
中央工厂+批发	公司生产成品，配送至销售终端或经销商，大众路线，单价较低	生产自动化程度高，规模效应显著，便于区域扩张和渠道下沉	主要在便利店、商超销售，对终端动销反应慢于门店	桃李，宾堡
连锁门店	公司生产成品或半成品，配送至连锁店现场加工销售	毛利率较高、产品品质和新鲜程度高，店面精致	人力、租金等成本限制扩展范围和速度，价格偏高	面包新语，好利来
中央工厂+线上销售	中央工厂生产后，通过电商平台线上销售	无需门店租金及人员成本	对物流要求高	诺心蛋糕

资料来源：公开资料，中邮证券研究所整理

“中央工厂+批发”模式相比之下优势明显。“中央工厂+线上销售”履约费用率过高；连锁门店现阶段受制于人工、店面租金逐年增长压缩利润，门店数量逐年下降，增长乏力。而在“中央工厂+批发”模式下，公司利用规模化的成本优势和标准化生产工艺使得费用较低，净利润较高。从成熟市场中我们也可以看到美国、日本行业第一品牌宾堡和山崎均采用“中央工厂+批发”的经营模式。

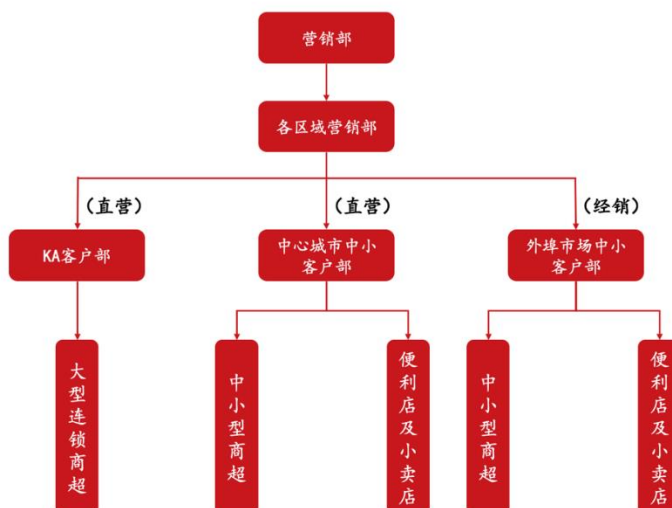
“中央工厂+批发”利于快速扩张，助力桃李产品辐射全国。由于短保面包新鲜、易得、性价比高的属性，因此需要渠道足够密集，能触达到尽可能多的消费者，为消费者提供便利。在该模式下，公司在各工厂覆盖区域采用集中生产和配送，直接进入商超、便利店等消费者日常接触的场景，渗透率高、曝光度高，具备扩张潜力。“中央工厂+批发”的区域可复制性也能更好地助力公司的全国化扩张战略。

7.2 直营为主经销为辅，渠道把控力强

公司以直营为主，经销作为打开外埠市场的补充。公司主要通过直营和经销两种模式进行销售：一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的模式；二是针对外埠市场的便利店、县乡商店、小卖部，公司通过经销商分销的经销模式。近年公司直营收入占比维持在 62%左右，直营模式能够保证长期跟踪产品的运输和销售情况，经销作为补充，是打开外埠市场的方式，未来伴随全国化建厂后工厂覆盖范围扩大，直营将更加经济。

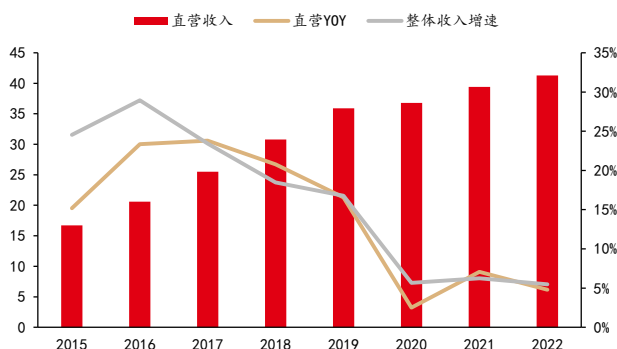
图表34： 公司销售部门组织结构图



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

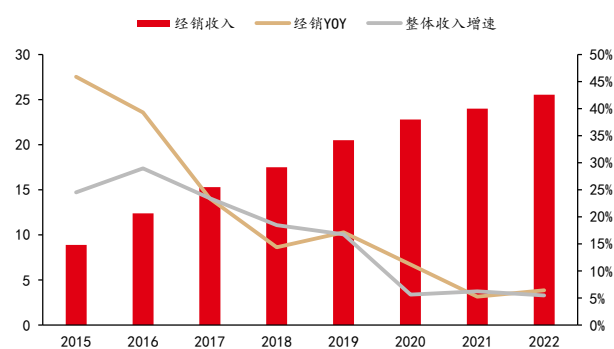
直营模式多在核心区域，经验丰富；经销模式助力推动渠道下沉。直营和经销的销售收入近年持续稳定增长，2022 年直营收入 41.29 亿元，经销收入 25.54 亿元。直营模式下，桃李与永辉、沃尔玛等大型商超及物美、新天地连锁等区域性知名连锁超市已形成长期稳定的战略合作伙伴关系，积累丰富的经验，销售费用较低，产品陈列规模大，订单信息反馈及时。经销模式下，公司对经销商制定统一的管理服务制度，排他性强，有利于控制产销率和退货率，截至 2022 年公司在全国各区域共有经销商 952 家，公司深耕的东北、华北地区经销商数量之和占比超半数。目前公司已在全国市场建立超过 31 万个零售终端，公司对渠道的把控能力较强，通过不断推进渠道下沉，当前已在全国范围内形成高效运行的销售网络。从公司人员结构看，生产人员伴随工厂自动化率提升占比逐年下滑，而销售人员占比逐年提升，有效匹配公司全国化发展战略。

图表35： 2015-2022 年直营收入（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

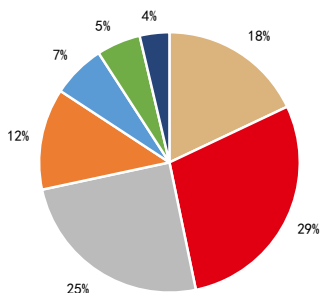
图表36： 2015-2022 年经销收入（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

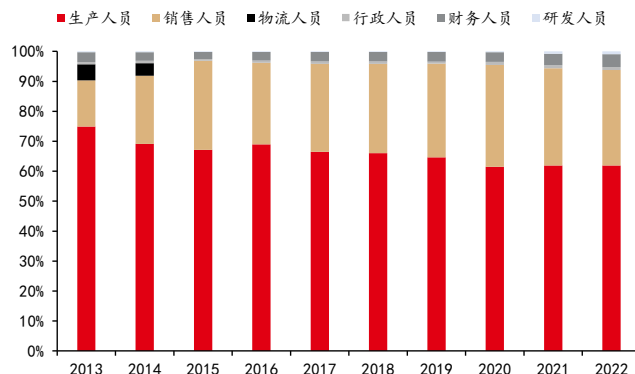
图表37：2022 年公司经销商区域分布情况

华北地区 东北地区 华东地区 西南地区 西北地区 华南地区 华中地区



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表38：公司销售人员占比逐年提升

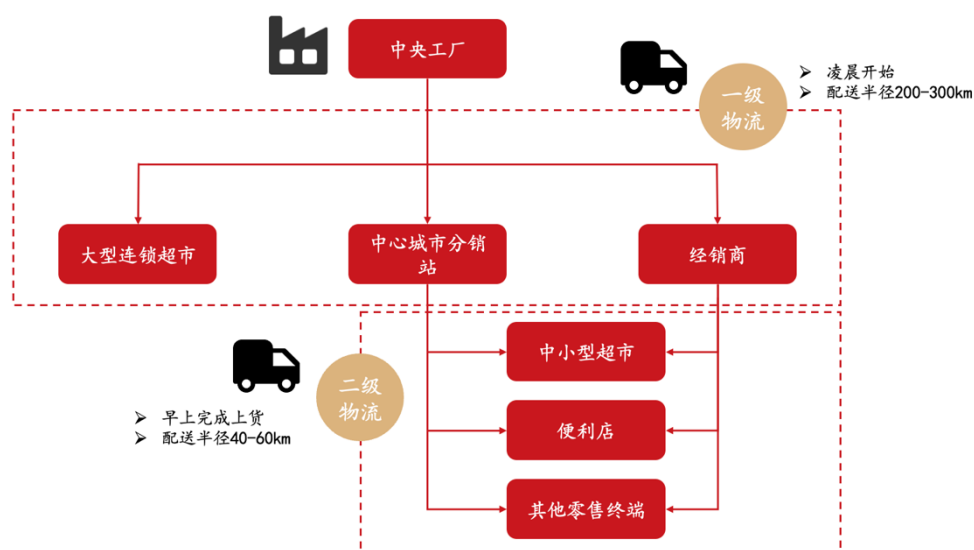


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

7.3 加大投入保障物流高效运转，以销定产维持公司低退货率

桃李分级物流体系打造高效运输模式。由于短保面包保质期短的特点以及公司“新鲜送达”的品牌定位，配送物流成为公司的重要战略部署。公司采用一级物流和二级物流相结合的配送方式，以委托第三方物流公司为主，从每天凌晨开始由**一级物流**将产品从中央工厂直接配送到大型连锁超市、中心城市分销站以及经销商。再由**二级物流**将产品从中心城市分销站或由经销商配送到中小型超市、便利店等终端，这样可以让终端在早上六点前完成上货。目前在短保烘焙领域，能在最短时间内将面包配送到全国各地的超市、商店的只有桃李面包在部分城市能做到。

图表39：公司物流配送体系运转高效

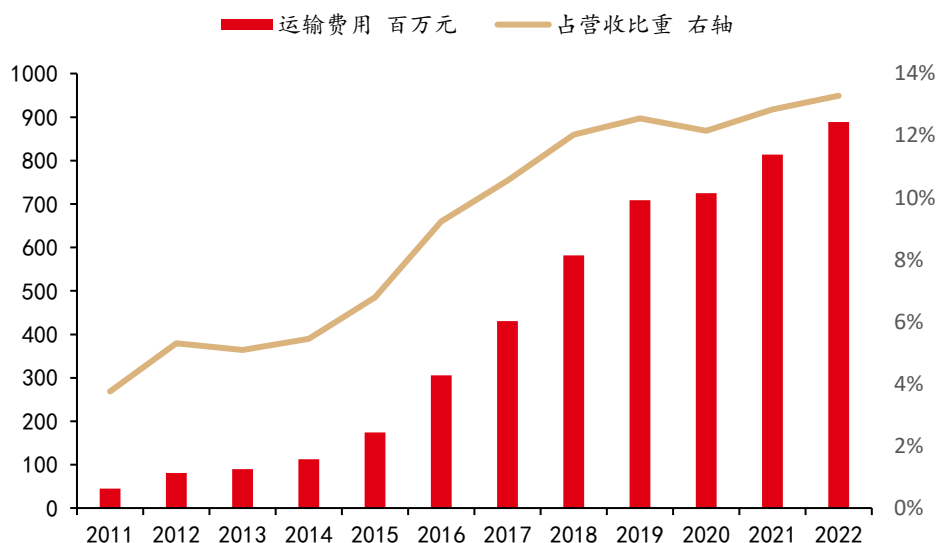


资料来源：公司公告，公开信息整理，中邮证券研究所

配送费用高投入带动日配率远高于行业平均。公司在物流配送上投入较高以保障中央工厂和各销售终端之间高频配送，2019 年疫情前公司产品配送服务费用为 7.09 亿元，占销售费用比例为 57.71%。桃李在物流配送上的高投入也为公司带来高日配率，公司在大部分区域已经实现每日配送，日配比例在 50%-60%之间，核心区域如东北市场可达 80%-90%，远高于行业 30%-40%的平均水平。

公司运输费用率伴随全国化提升，未来有改善空间。近年伴随公司向南方市场扩展，公司运输费用率逐年提升，从 2011 年的 3.76%提升至 2022 年的 13.29%。但未来伴随南方各地中央工厂建设完成，重点市场周边产能提升，跨区域调货带来的长途运输减少，物流费用率有一定改善空间。

图表40：公司运输费用率伴随全国化提升



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

对比其他食品饮料行业高周转公司，桃李运输费用率相对偏高。对比食品饮料行业其他高周转业态如生鲜乳制品、餐饮门店、连锁餐饮等，桃李运输费用率仍然较高。2021 年，新乳业/紫燕/巴比/绝味运输费用率分别为 6.8%/4.5%/4.4%/2.2%，均远低于桃李面包的 12%。我们认为，桃李面包由于主要采用第三方运输配送，同时周转天数较其他业态更低，因此整体配送费用偏高。未来，我们认为公司可对标新乳业（新乳业低温鲜奶部分产品周转天数为 1 天），运输费用率仍有改善空间。

图表41：公司与乳制品、连锁门店等业态对比运费偏高

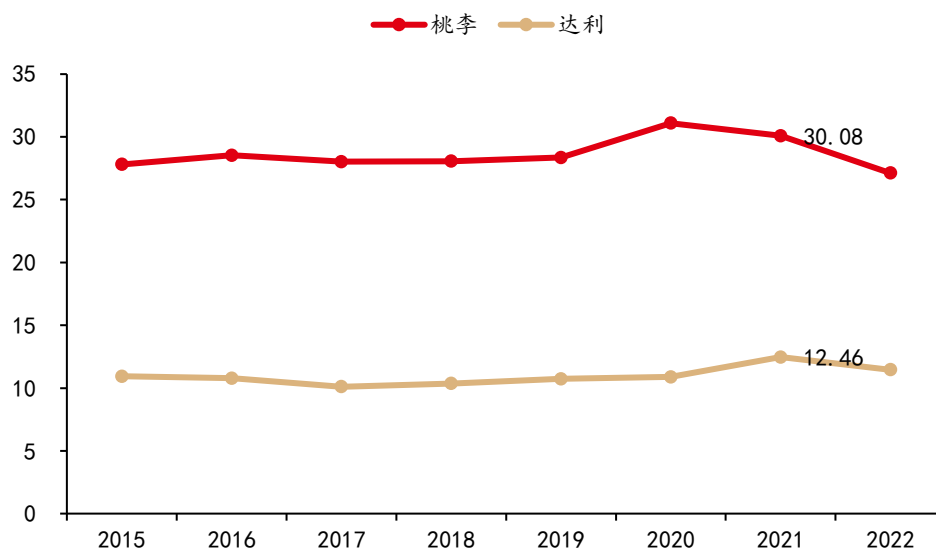
公司	行业类型	物流模式	库存商品周转天数	保质期	运输费用率
新乳业	乳制品	长途第三方，短途自营	5.92	1天-6个月	6.8%
紫燕食品	餐饮门店	第三方	3.14	7天	4.5%
巴比食品	早餐连锁	第三方	5.52	6个月	4.4%
绝味食品	卤味门店	自营为主	2.05	2-4天	2.2%
桃李面包	烘焙批发	第三方为主	0.83	5-30天	12%

资料来源：各公司公告、招股说明书，中邮证券研究所整理

以销定产策略有效控制退货率。桃李采用“以销定产”的模式，根据市场的实际需求制定生产计划，在中央工厂的生产模式下，组织早班、晚班两个批次进行生产，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。该生产策略不仅提高周转速率，还降低库存成本，公司的产销率始终保持在 99% 左右，近十年的退货率维持在 7% 左右，远低于行业 15% 的平均水平。

生产销售环节高效运转和物流配送体系完善，公司存货周转率逐年提升。公司的生产销售模式和高效配送体系带来比竞争对手更完善的供应链，能及时将产品送达终端网点分销，当前在东北等成熟市场均能完成日配。公司存货周转率行业领先，2022 年在疫情封控扰动下仍达 27.11 次，远高于竞争对手达利食品的 11.46 次。

图表42：桃李存货周转率高于竞争对手（次）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

8 短期看复苏进度与成本改善，中长期格局对标海外龙头

8.1 复苏进度：疫后消费复苏在途，烘焙行业结构切换

中式烘焙门店业态风口消退。2022 年疫情带来的人流不确定性以及消费力下滑导致此前火热的中式网红风格烘焙门店业态受损，行业大量品牌出清。其中，虎头局等近年崛起的网红品牌陆续关店并退出部分区域市场，而行业传统西式老牌连锁品牌 85 度 C、克莉丝汀等也受影响，继续关店收缩。从 2015 年起烘焙行业投融资事件看，2021 年行业融资达到巅峰，全年投融资 21 起，金额达 66.37 亿元；而 2022 年前 10 个月投融资降至 12 起，金额回落至 20 亿，行业风口消退。

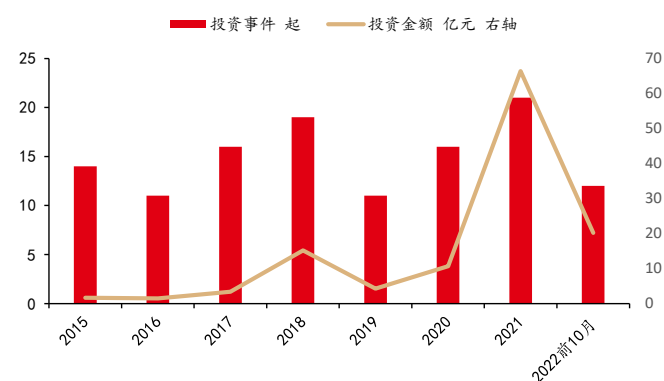
高客单价网红国潮烘焙门店业态受损，为高性价比产品释放空间。烘焙行业分业态看，门店现做产品普遍单价较高，近年火爆的国潮烘焙店进一步推升产品溢价。而中央工厂+批发模式下的产品更具有性价比，价格带也更为符合传统群体消费区间。短保面包虽为必选品类，但由于其西式主食属性存在较多可替代产品，在疫后消费力下滑背景下，具有价格优势的性价比的产品需求空间逐渐释放。

图表43: 疫情期间烘焙行业大量出清

品牌	2022年关店情况
宜芝多	旗下所有直营门店均已停止营业。
85度C	全面退出武汉市场。
克莉丝汀	连续9年亏损, 门店总数从2013年的1052家萎缩至当前的240多家。
蒂丽雪斯	持续闭店, 陷入倒闭风波。
牛角村	陆续关店, 董事长股权被冻结。
虎头局 渣打饼行	关闭成都、重庆所有门店, 退出部分区域市场。

资料来源: 红餐网, 中邮证券研究所

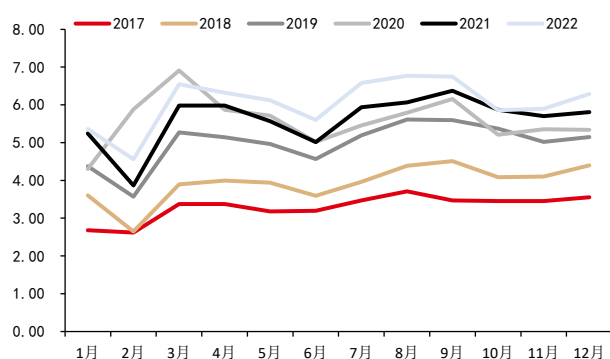
图表44: 烘焙行业一级市场投融资趋势



资料来源: IT 桔子, 中邮证券研究所

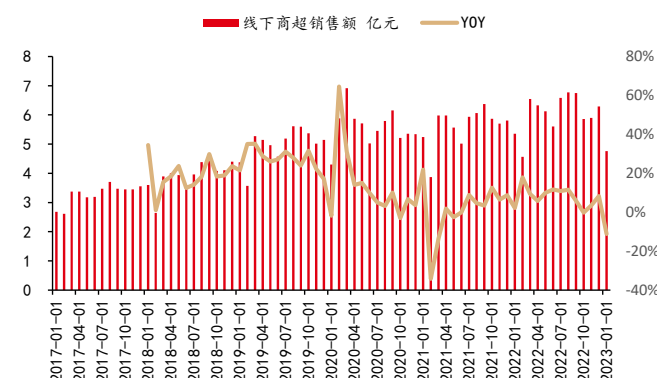
桃李需求端总体具有韧性, 但仍待复苏。根据木丁商超数据, 疫情三年期间, 桃李在 KA 商超端需求较为稳定, 2020-2022 年销售额分别为 67/67.4/72.6 亿元。从近期看, 疫情放开后的短期冲击以及1月过年较早, 桃李线下商超销售额同比下滑11%, 但预计在节后复工、学生开学催化下, 2月起需求端逐渐复苏。

图表45: 木丁商超桃李线下营收趋势 (亿元)



资料来源: 木丁商超, 中邮证券研究所

图表46: 放开后1月桃李线下商超需求仍待修复

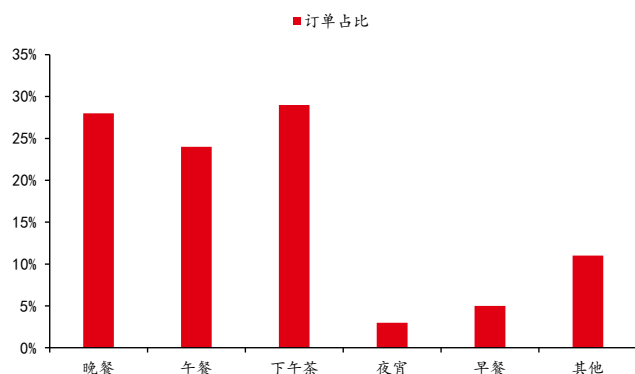


资料来源: 木丁商超, 中邮证券研究所

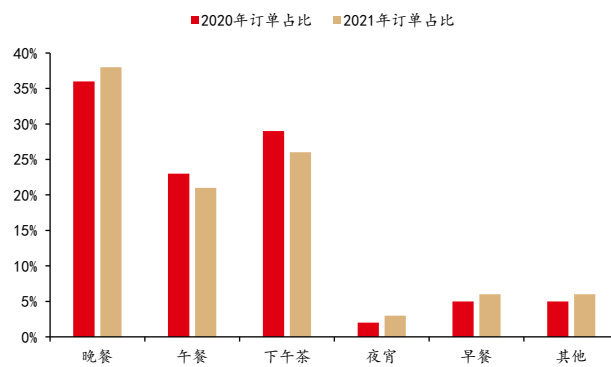
8.2 消费趋势: 面包正餐化趋势引领, 公司产品契合主流价格带

中式糕点零食化, 西式烘焙正餐化, 短保面包迎来更广阔消费场景。根据美团数据显示, 近年新创立的网红新中式烘焙品牌如虎头局、墨茉点心局等通过产品小型化, 降低饱腹感, 对中式糕点进行零食化改造, 将消费场景从传统中式烘焙偏正餐的属性向休闲零食、下午茶场景转变, 2022 年中式糕点下单时间段中下午茶场景占比 29%, 超越晚餐成为各细分时间段第一。同时, 西式面包品类消费场景则逐渐向正餐靠近, 对比看 2021 年较 2020 年晚餐场景占比提升 2%, 而下午茶场景下滑 3%, 面包正餐化趋势给短保面包带来更为广阔的消费场景和需求空间。

图表47：2021 年美团线上中式糕点下单时间段占比



图表48：2020、2021 年美团面包品牌下单时间段占比

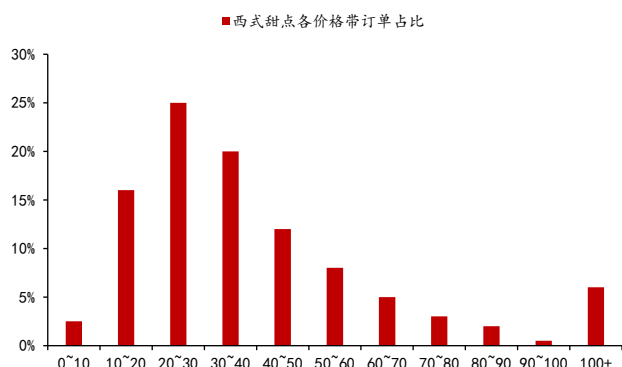


资料来源：美团《2022 年烘焙品类发展报告》，中邮证券研究所

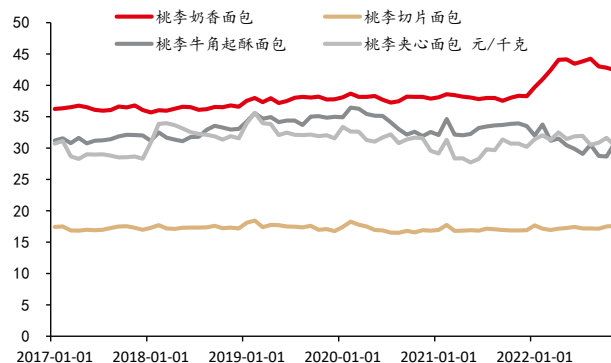
资料来源：美团《2022 年烘焙品类发展报告》，中邮证券研究所

西式烘焙外卖订单价格带仍在 10-40 元区间，桃李产品契合主流消费区间。根据美团数据，当前西式烘焙外卖订单主流价格区间仍集中在 10-40 元区间，合计占比近 6 成，其中 10-20/20-30/30-40 元区间分别占 16%/25%/20%。从桃李当前终端销售均价看，低端切片吐司均价在 15 元/千克，而偏中高端的奶香面包、夹心面包等在 30-40 元/千克，以家庭为消费个体，假设单次购买为 1 千克（约 2 袋切片吐司），桃李产品均价契合主流消费区间。

图表49：西式烘焙外卖订单价格带分布



图表50：桃李产品价格契合主流 10-40 元消费区间



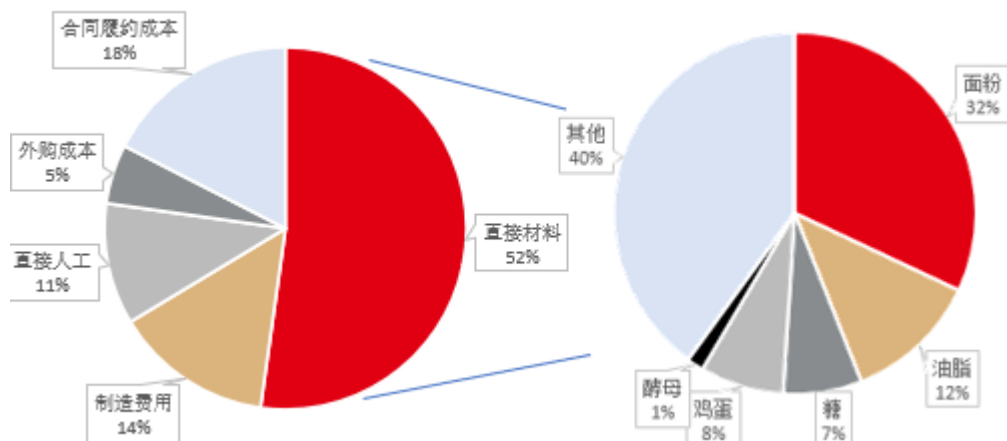
资料来源：美团《2022 年烘焙品类发展报告》，中邮证券研究所

资料来源：木丁线下商超，中邮证券研究所

8.3 成本端：核心原料预期下行，盈利能力改善在望

公司主要原料进入下行趋势，毛利率改善在望。公司 2022 年营业成本中直接材料/制造/人工/履约成本（运费）占比分别为 52%/14%/11%/18%。而根据招股书数据，2015 年公司原材料中面粉、油脂、糖为核心原料，成本合计占比过半，分别占 32%/12%/7%。

图表51：2022 年公司生产成本构成& 2015 年原材料采购比重

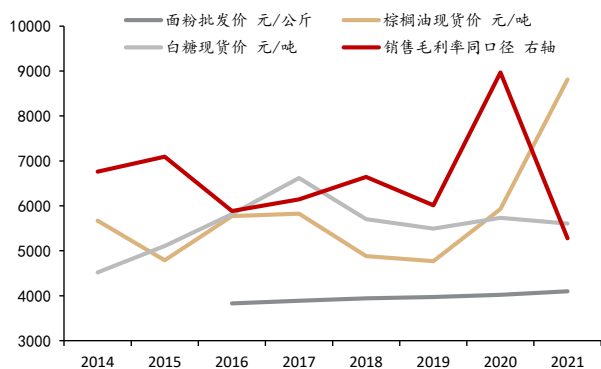


资料来源：公司招股书，公司公告，中邮证券研究所

面粉、油脂、糖均已进入下行区间，2023 年毛利率有望持续改善。对比公司毛利率与主要原料价格走势，由于面粉、白糖整体波动较小，公司毛利率与油脂价格有较强关联。

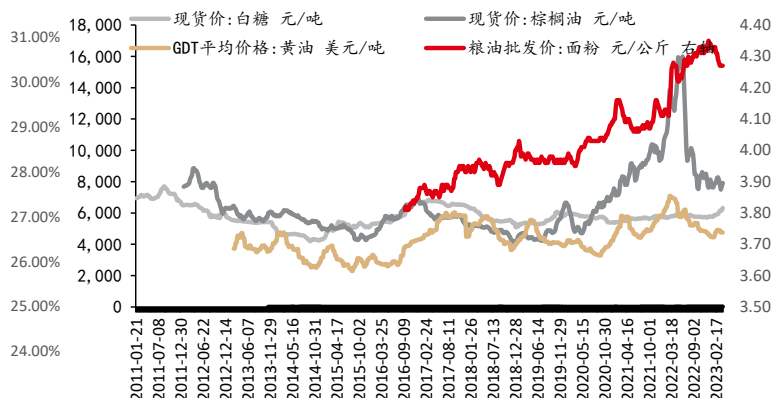
2022 年面粉处于历史高位，而油脂已进入下行趋势。公司原料中占比过半的面粉、油脂、糖当前价格均有不同程度改善，其中面粉价格在 2023 年 1 月达到高点后开始回落，而棕榈油、黄油价格在 2022 年 2 季度末达到高点 16000/6700 元左右后回落至当前 8000/4500 元区间，白糖价格则受全球产量波动影响，预计 2023 年仍将维持高位。综合来看，面粉在 2023 年有小幅改善空间，但基于半年周期锁价导致的传导时间延迟，预计改善效果在 2024 年显现；油脂则基于 2022 年高基数影响预计 2023 年有较大改善幅度，综合看公司 2023 年成本端改善下毛利率有望回升。

图表52：公司毛利率与油脂价格关联较高



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表53：公司主要原料价格趋势



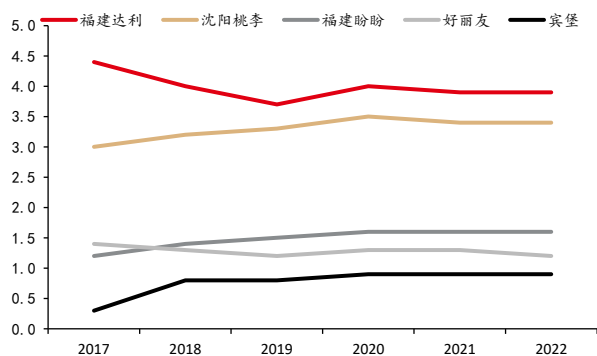
资料来源：iFind，中邮证券研究所

8.4 长期格局：对标海外龙头，行业集中度仍有提升空间

对标海外成熟市场，行业龙头有望抢占更多市场份额。据欧睿国际数据，我国烘焙行业 CR3，CR5 显著低于日本、英国、美国和墨西哥等成熟市场，同时我国烘焙龙头企业的市占

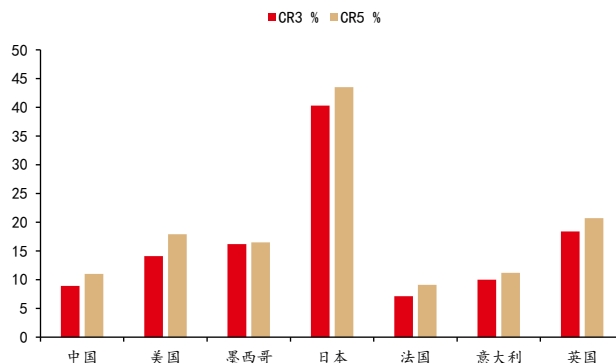
率也远低于其他国家本土龙头企业。与饮食习惯相近的日本相比，日本烘焙龙头山崎面包市占率高达 25.9%，而国内烘焙行业的长保龙头达利食品市占率仅为 3.9%，公司作为短保龙头市占率虽呈上升趋势但也仅为 3.4%，和国际龙头相比差距较大。在当前我国消费升级及西方主食消费习惯影响下，龙头企业仍然具有较为广阔的发展空间。

图表54：中国烘焙市场前五大公司市占率变化趋势



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

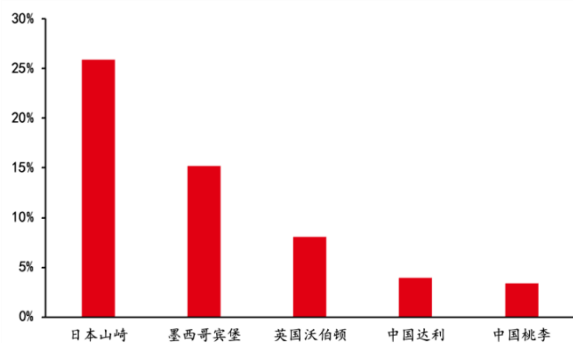
图表55：2022 年各国烘焙行业 CR3、CR5 对比



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

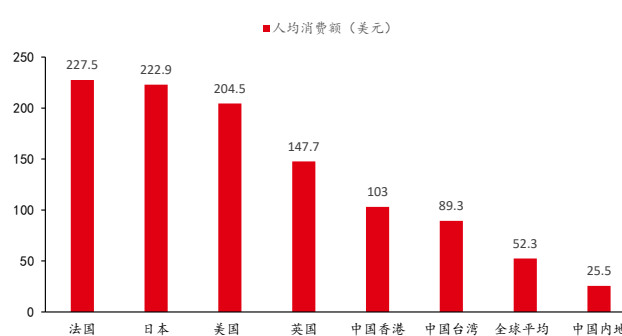
我国烘焙食品人均消费偏低，需求规模还有较大增长空间。从人均消费额来看，2021 年中国内地人均烘焙食品消费额仅为 25.5 美元，世界平均为 52.3 美元，饮食习惯相近的日本为 222.9 美元，而西方国家如法国人均烘焙食品消费额为 227.5 美元。据此推算，我国烘焙市场规模仍有数倍提升空间，未来在西式饮食习惯渗透和休闲需求持续增长的背景下，烘焙行业有望持续扩容。

图表56：各国烘焙行业头部公司市占率



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表57：2021 年各国人均烘焙食品消费金额



资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

9 盈利预测与投资建议

9.1 盈利预测

我们认为疫后公司营收有望重回双位数增速，未来三年主营的面包业务复合增速预计达到 12.87%。未来公司面包产品南下全国化发展带来的量增是营收主要增长点，当前公司在建产能较当前已有产能增长超 60%，能有效支撑公司未来发展。预计核心的面包业务 2023-

25 年三年营收分别为 72.77/82.23/93.33 亿元，同比增速分别为 12.11%/13.00%/13.50%，其中 2023-25 年复合增速为 12.87%。

成本端，预计 2023 年面粉、油脂、乳制品等原料成本有望回落，公司综合成本低位数下降后毛利率改善，预计公司 2023-25 年三年毛利率分别为：25.65%/27.49%/27.87%；其中核心的面包业务毛利率预计 2023-25 年分别为 25.73%/27.58%/27.95%。

图表58：公司主营业务营收拆分预测

合计		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计		6,335.38	6,686.26	7,496.44	8,469.29	9,607.05
yoy		6.24%	5.54%	12.12%	12.98%	13.43%
毛利率		26.28%	23.98%	25.65%	27.49%	27.87%
面包						
收入		6,187.95	6,490.54	7,276.55	8,222.50	9,332.54
yoy		6.01%	4.89%	12.11%	13.00%	13.50%
毛利率		26.35%	24.08%	25.73%	27.58%	27.95%
月饼						
收入		133.43	139.07	157.31	177.95	199.31
yoy		13.54%	4.23%	13.12%	13.12%	12.00%
毛利率		22.66%	15.41%	17.92%	19.55%	20.35%
粽子						
收入		12.48	13.31	15.05	16.72	18.06
yoy		61.91%	6.60%	13.12%	11.10%	8.00%
毛利率		27.47%	37.28%	34.24%	35.54%	36.18%
其他						
收入		1.52	40.20	44.22	48.64	53.51
yoy		179.47%	2548.56%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率		42.26%	35.54%	38.77%	40.30%	42.09%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

9.2 估值与投资建议

对比食品饮料行业，桃李面包估值低于多数烘焙类可比公司，与餐饮行业龙头公司估值平均水平接近。当前烘焙行业伴随疫后消费复苏，叠加公司全国化发展，营收有望重回双位数增长，同时成本端改善下 2023 年盈利能力预计回升。未来三年桃李面包归母净利润 CAGR 为 20.42%，在类似业绩增速的餐饮板块龙头公司中估值水平较低，具备较好的投资价值。

图表59：可比公司估值

股票简称	PEG 2023E	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2021A	2022A/E	2023E	2021A	2022A/E	2023E
推荐公司:								
桃李面包	1.07	15.96	0.57	0.48	0.60	28x	33x	27x
烘焙类可比公司:								
立高食品	0.67	101.22	1.67	0.98	1.80	79x	103x	56x
元祖股份	0.54	19.80	1.42	1.11	1.40	17x	18x	14x

海融科技	0.56	43.16	1.25	1.34	1.89	46x	32x	23x
南侨食品	0.23	25.21	0.86	0.38	0.86	39x	61x	30x
广州酒家	0.60	29.98	0.99	0.92	1.27	24x	28x	24x
千味央厨	1.17	74.80	1.02	1.16	1.62	57x	65x	46x
烘焙类公司平均:						44x	51x	32x
食品饮料可比头部公司:								
金龙鱼	0.55	43.05	0.76	0.56	0.99	83x	78x	43x
伊利股份	0.95	28.99	1.36	1.47	1.72	31x	20x	17x
贵州茅台	1.83	1802.07	41.76	49.93	58.41	49x	35x	31x
安井食品	1.28	159.50	2.79	3.68	4.65	61x	44x	35x
涪陵榨菜	2.09	25.16	0.84	1.01	1.12	45x	25x	23x
洽洽食品	1.16	42.23	1.83	1.99	2.31	34x	21x	18x
青岛啤酒	2.12	118.79	2.31	2.72	3.20	43x	40x	38x
双汇发展	1.64	25.98	1.40	1.62	1.77	22x	16x	15x
安琪酵母	0.92	40.78	1.57	1.52	1.89	38x	30x	22x
行业龙头平均:						45x	34x	27x

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所预测, 注: 收盘价为 2023 年 04 月 3 日收盘价; 可比公司数据来源为 ifind 盈利预测一致预期; 食品饮料可比公司行业平均为表内所选 9 家公司算数平均 PE

根据绝对估值法, 假设公司第二阶段持续 6 年, 2025-2030 年增长率为 7%, 2031 年起进入永续增长阶段, 永续增长率 2%。同时, 根据资本结构和融资成本, 计算未来 WACC 为 5.86%, 结合第一阶段 2023-2025 年盈利预测, 计算得出公司当前合理股价为 19.87 元。

图表60: 桃李面包绝对估值测算

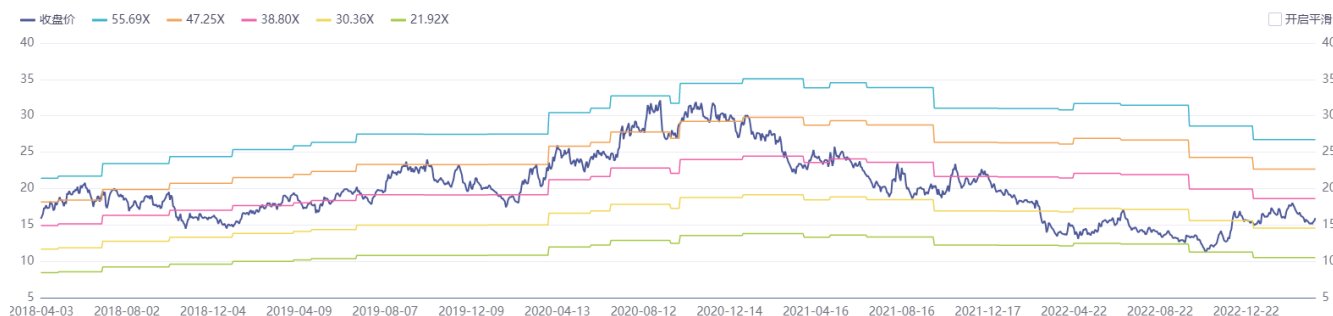
FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	1,625.18	6.11%
第二阶段	3,581.80	13.47%
第三阶段(终值)	21,381.61	80.42%
企业价值 AEV	26,588.59	
加: 非核心资产	544.05	2.05%
减: 带息债务(账面价值)	648.84	2.44%
减: 少数股东权益	0.00	0.00%
股权价值	26,483.79	99.61%
除: 总股本(股)	1,333,099,296.00	
每股价值(元)	19.87	

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所测算

公司 2022 年短期受面粉、油脂等原料成本上行以及疫情扰动影响, 净利润下滑; 看 2023 年, 疫后需求复苏、公司产能扩容, 叠加成本回落预期, 公司盈利能力有望修复。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 74.96/84.69/96.07 亿元, 同比增长 12.1%/13.0%/13.4%; 实现归母净利润 7.97/9.86/11.18 亿元, 同比 +24.6%/+23.6%/+13.4%, 对应 EPS 为 0.60/0.74/0.84 元, 对应当前股价 PE 为 27x/22x/19x。参考公司历史估值、可比公司估值,

叠加公司打开南方市场的预期，我们给予公司 2023 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 19.2 元，维持“买入”评级。

图表61：公司 PE-Band



资料来源：iFind，中邮证券研究所

10 风险提示

疫情反复的风险：国内疫情防控放开后形势整体向好，但未来如出现变异毒株导致疫情感染人数增加仍可能将影响部分地区商超等终端网点运营，导致消费需求波动。

行业竞争加剧的风险：国内短保面包行业整体格局相对稳定，但现做门店业态重新复苏将导致行业竞争加剧，公司盈利能力将受到影响。

食品安全的风险：食品安全事件将影响消费者信心，将相关行业和公司造成影响。

原材料、运输费用波动的风险：公司主要原材料面粉、油脂、糖以及运费等成本波动将增加公司盈利不确定性。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	6686	7496	8469	9607	营业收入	5.5%	12.1%	13.0%	13.4%
营业成本	5083	5574	6141	6929	营业利润	-16.2%	24.9%	23.9%	13.5%
税金及附加	73	83	93	106	归属于母公司净利润	-16.1%	24.6%	23.6%	13.4%
销售费用	543	630	737	865	获利能力				
管理费用	131	157	186	221	毛利率	24.0%	25.6%	27.5%	27.9%
研发费用	32	30	38	48	净利率	9.6%	10.6%	11.6%	11.6%
财务费用	11	38	43	36	ROE	12.7%	14.7%	16.7%	17.3%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	13.7%	15.9%	17.0%	17.9%
营业利润	812	1014	1256	1425	偿债能力				
营业外收入	17	17	17	17	资产负债率	24.1%	27.0%	25.6%	23.2%
营业外支出	13	8	8	8	流动比率	1.40	1.30	1.33	1.46
利润总额	816	1024	1266	1435	营运能力				
所得税	176	226	280	317	应收账款周转率	13.32	12.63	12.63	12.63
净利润	640	797	986	1118	存货周转率	25.11	27.32	27.32	27.32
归母净利润	640	797	986	1118	总资产周转率	1.01	1.01	1.07	1.14
每股收益(元)	0.48	0.60	0.74	0.84	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.48	0.60	0.74	0.84
货币资金	279	750	847	961	每股净资产	3.77	4.07	4.43	4.84
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	502	596	673	764	PE	33.24	26.68	21.58	19.04
预付款项	31	32	36	41	PB	4.23	3.93	3.60	3.29
存货	202	204	225	254	现金流量表				
流动资产合计	1451	2009	2225	2482	净利润	640	758	948	1080
固定资产	2830	3741	4705	4983	折旧和摊销	177	258	305	284
在建工程	1133	567	0	0	营运资本变动	176	-78	-22	-9
无形资产	370	308	247	185	其他	43	77	81	73
非流动资产合计	5171	5413	5709	5925	经营活动现金流净额	1036	1016	1312	1429
资产总计	6622	7423	7934	8407	资本开支	-900	-500	-600	-500
短期借款	101	599	628	522	其他	-20	-1	0	0
应付票据及应付账款	539	573	631	713	投资活动现金流净额	-920	-501	-600	-500
其他流动负债	400	376	415	468	股权融资	22	0	0	0
流动负债合计	1040	1548	1675	1702	债务融资	381	397	-72	-213
其他	556	455	353	246	其他	-611	-441	-542	-602
非流动负债合计	556	455	353	246	筹资活动现金流净额	-207	-45	-615	-815
负债合计	1596	2003	2027	1948	现金及现金等价物净增加额	-91	471	97	114
股本	1333	1333	1333	1333					
资本公积金	1424	1424	1424	1424					
未分配利润	2269	2663	3150	3701					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	5026	5420	5907	6458					
负债和所有者权益总计	6622	7423	7934	8407					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

注：测算基于 2023 年 4 月 3 日收盘价

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048