消费升级与娱乐研究中心

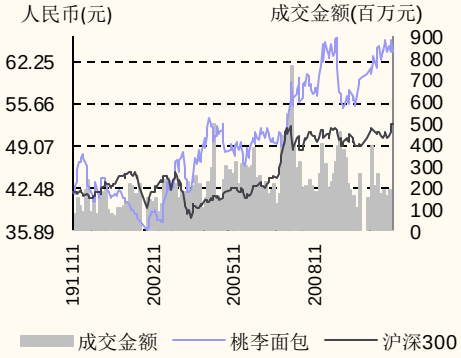
桃李面包 (603866.SH) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：63.76 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.80
已上市流通 A 股(亿股)	6.80
总市值(亿元)	433.67
年内股价最高最低(元)	66.11/35.89
沪深 300 指数	4886
上证指数	3312



优赛道高壁垒强供应链成就的短保面包龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,833	5,644	6,123	7,176	8,399
营业收入增长率	18.47%	16.77%	8.48%	17.20%	17.05%
归母净利润(百万元)	642	683	914	1,041	1,216
归母净利润增长率	25.11%	6.42%	33.71%	13.93%	16.78%
摊薄每股收益(元)	1.364	1.037	1.343	1.530	1.787
每股经营性现金流净额	1.71	1.34	2.62	1.88	2.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.77%	18.26%	21.79%	21.60%	21.91%
P/E	33.10	40.92	46.52	40.84	34.97
P/B	6.21	7.47	10.14	8.82	7.66

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **烘培行业持续高景气度，量价提升巩固成长：**烘焙产品兼具主食与休闲零食属性，消费习惯可培育且行业发展空间大，其中短保产品更多具有代餐和主食属性。短保面包更加符合健康化和代餐化的特点。目前消费趋势显示为短保和中保产品逐渐取代长保产品。烘焙产品的不同属性具备不同的商业模式，短保烘焙大多采用自建门店+中央工厂的模式，壁垒在于供应链的运营效率。
- **高周转低返货供应链体系打造护城河：**公司产品性价比优势突出，通过规模化生产降本增效。全国销售网络布局完善，以直营为主，直营模式主要针对大型连锁商超（KA 客户）及中心城市的中小超市、便利店终端。外埠市场的中小超市通过经销商补齐销售网络，经销商数量及终端不断增加，快速分销能力不断提升。从配送端来看，公司实现高日配率和低返货率，日配比例超 50%，退货率低于行业平均 5-7pcts，生产端实现以销定产，供应链优势突出。
- **产能加速释放，新兴市场拓张：**公司持续贯彻全国化扩张的发展战略，旧厂扩建项目和新建工厂项目陆续完工投产。目前拥有 19 个生产基地，全国化市场布局需要进一步工厂加密，未来每年预计 15%-20%的产能扩张。在市场拓张层面，公司优势市场（东北、华北、西南地区）渠道向县乡级区域下沉，新兴市场华东地区消费市场空间广，产能释放后有望积极开拓；华南市场目前已经逐渐扭亏为盈，盈利处于拐点阶段。随着终端动销的不断加强，生产、物流等环节的正循环效应将得到凸显。

盈利预测与估值

- 经测算，预计公司 2020-2022 年收入为 61.23/71.76/83.99 亿元，同比增长 8.5%/17.2%/17.1%；归母净利润为 9.14/10.41/12.16 亿元，同比增长 33.7%/13.9%/16.8%，EPS 为 1.34/1.53/1.79 元，对应当前股价 PE 为 48/42/36 倍。参考同样为销地产模式、冷链物流运输配送的大众食品企业，和坚果、烘培赛道的休闲食品企业，根据可比公司估值法，给予公司 2021 年 45 倍的 PE 目标值，对应股价 69 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 新市场拓展不及预期、疫情反复风险、食品安全风险。

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

内容目录

一、烘焙行业高景气度，量价提升巩固成长.....4
1.1 烘焙产品兼具主食与休闲零食属性，消费习惯可培育且行业发展空间大.4
1.2 烘焙产品的不同属性具备不同的商业模式.....5
1.3 烘焙行业处于量价提升成长期，集中度有望不断提升.....6
1.4 短保烘焙的壁垒在于供应链的运营效率.....8
二、高周转低返货供应链体系打造护城河.....8
2.1 产品力：主打高性价比，短保面包行业市占率第一.....8
2.2 渠道力：全国网络布局完善，直营模式稳定性更强.....10
2.3 日配力：高日配低返货，供应链优势突出.....12
2.4 生产力：以销定产，按需生产.....13
三、成长空间：产能释放加速，新兴市场拓张.....14
3.1 产能持续提升，未来每年预计 15%-20%的产能扩张.....14
3.2 贯彻全国化扩张策略，传统市场加速下沉，新兴市场积极拓展.....17
四、盈利预测与估值.....18
五、风险提示.....20

图表目录

图表 1：2019 年中国烘培食品结构.....4
图表 2：2013-2019 年我国烘焙食品零售额（亿元）.....4
图表 3：面包市场规模（亿元）.....5
图表 4：面包销售渠道占比.....5
图表 5：长保、中保、短保食品一览.....5
图表 6：短保面包行业目前存在三种主要的商业模式.....6
图表 7：2013-2019 年中国人均烘培食品消费量（kg）.....6
图表 8：2019 年部分国家人均烘培食品消费情况（kg）.....6
图表 9：2019 年中国烘焙行业 CR5.....7
图表 10：2019 年烘培行业市场集中度对比（CR5）.....7
图表 11：2018 年我国短保面包行业市占率.....7
图表 12：短保行业天然具备高壁垒，龙头企业具备规模优势.....8
图表 13：国内主要短保面包品牌产品对比.....9
图表 14：公司原材料成本占比.....9
图表 15：公司原材料构成变动情况.....9
图表 16：农产品集贸市场价格指数:小麦:累计同比（上年同期=100）.....10
图表 17：桃李面包网红单品.....10
图表 18：销售部门组织架构.....11
图表 19：2019 年桃李面包直营和经销收入占比.....11
图表 20：2019 年直营和经销毛利率.....11

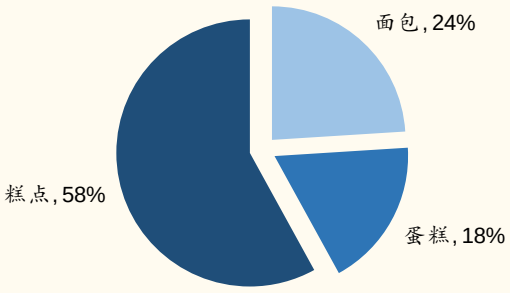
图表 21：桃李面包经销商数量增长情况.....12
图表 22：2015-2019 年销售人员数量及增速.....12
图表 23：2015-2019 年桃李面包销售终端数量（万个）.....12
图表 24：2015-2018 年桃李面包销售终端细分情况.....12
图表 25：桃李面包物流模式.....12
图表 26：主要面包品牌配送频率和退货率对比.....13
图表 27：2019 年桃李面包销售费用细拆.....13
图表 28：2015-2019 年桃李面包运输费用（万元）.....13
图表 29：公司采用“以销定产”，产销率高达 99.99%.....14
图表 30：2012-2019 年桃李面包单位成本（元/吨）.....14
图表 31：2015-2019 桃李产品销量.....15
图表 32：2015-2019 桃李产品单价.....15
图表 33：桃李收入增速与销量增速接近.....15
图表 34：募投项目新增产能消化计划.....16
图表 35：2019 年募投生产基地达产后划分与整合安排.....16
图表 36：2015-2019 年桃李面包东北市场营收及增速.....17
图表 37：2015-2019 年桃李面包华北市场营收及增速.....17
图表 38：2015-2019 年桃李面包各区域市场收入占比.....17
图表 39：2015-2019 年桃李面包东北、华北、华东市场毛利率.....18
图表 40：2015-2019 年桃李面包西南、西北市场毛利率.....18
图表 41：2015-2019 年桃李面包华南市场营收及增速.....18
图表 42：2016-2019 年桃李面包华中市场营收及增速.....18
图表 43：收入拆分预测.....19
图表 44：可比公司估值.....19

一、烘焙行业高景气度，量价提升巩固成长

1.1 烘焙产品兼具主食与休闲零食属性，消费习惯可培育且行业发展空间大

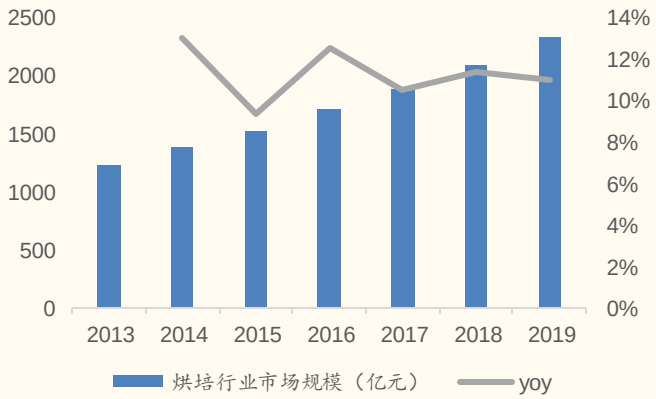
- **面包和蛋糕是烘焙食品主要品类，烘培产品具有主食和休闲零食属性。**烘焙食品是以面粉和酵母为基本原料，添加盐、糖、油脂、乳品、鸡蛋、水和添加剂等，经过一系列复杂的工艺手段烘焙而成的方便食品。烘培产品的主要种类包括面包、蛋糕、饼干以及其他烘焙类产品。根据 Euromonitor 的数据，烘培食品细分产品中，面包消费量占比 24%，蛋糕消费量为 18%，糕点的消费量占比最大达到 58%。从产品对应的消费属性来看，长保产品更多对应休闲零食属性，而中保产品兼具主食和休闲零食属性，短保产品更多在于代餐和主食属性。主食产品对于新鲜度和保质期的要求更高，而休闲零食属性产品的保质期更长。
- **饮食消费结构的调整带动烘培行业发展迅速，主食消费更具粘性。**烘培产品是西方国家居民三餐的主食之一，属于生活必需品，市场规模较大且趋于稳定。亚洲国家居民对烘培食品的认知度在不断提升，随着我国对西方食品接受程度的提高和餐饮消费结构的调整，庞大的人口基数带来烘培食品行业规模的快速增长。2019 年我国烘焙食品零售额达到 2317 亿元，2009-2019 年 CAGR 达到 12%。
- **面包品类增速在食品领域处于领先地位。**从品类上看，目前食品领域卤味、烘培、坚果为增速领先的子品类，成长性突出。在烘培食品中面包品类增速仍然保持较高的位置。烘培品类中面包行业多年持续双位数增长，当前处于成长期。目前我国面包行业规模达到 400 亿以上。
- 我国面包销售的主要渠道包括大型商超、便利店、传统商铺以及电商渠道，目前商超和传统商铺是占比较大的销售渠道，而便利店、电商渠道发展较快，占比相对偏低。

图表 1：2019 年中国烘培食品结构



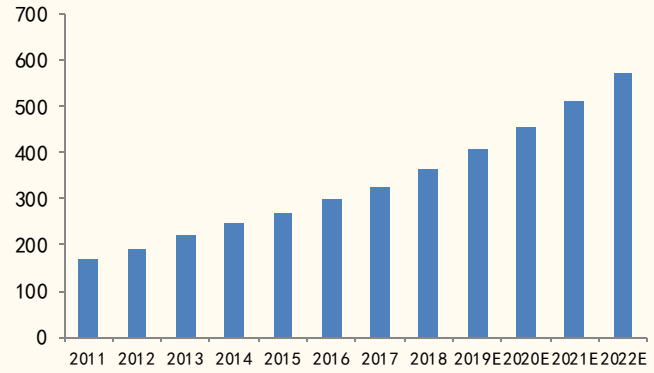
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 2：2013-2019 年我国烘焙食品零售额（亿元）



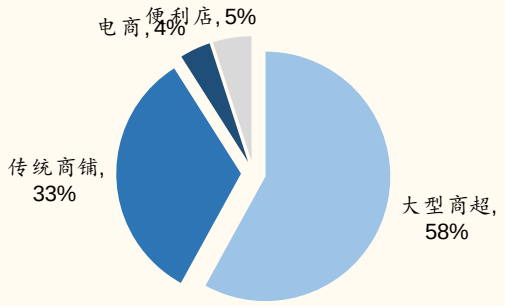
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：面包市场规模（亿元）



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 4：面包销售渠道占比



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

1.2 烘焙产品的不同属性具备不同的商业模式

- **短中长保产品分别对应不同的经营模式。**面包根据保质期长短的不同可分为短保、中保、长保产品，不同的产品适合不同的销售渠道，因此厂商亦采取不同的经营模式。中保和长保产品在方便食用和易于保存的特点下可以销往各线城市，偏休闲属性，消费频次相对较低；短保产品由于保质期较短，不易保存，运输限制较大，偏主食属性，消费频次相对较高。

图表 5：长保、中保、短保食品一览

分类	短保质期（3-7 天）	中保质期（30-45 天）	长保质期（6 个月）
属性	主食为主，兼具休闲零食	主食、休闲零食	休闲零食为主
经营流程	区域建厂、覆盖周边省市商超、便利店等，直营+经销商	覆盖商超、便利店等，直营+经销商，配送半径无太多要求	商超、便利店等，直营+经销商，配送半径无要求
代表企业	桃李面包、宾堡、曼可顿	港荣	达利园、盼盼、三辉麦风
产品价格	5-12 元	15-20 元	8-15 元
市场定位	口感好、营养、健康	便携	易储存、便携

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **短保烘焙大多采用自建门店+中央工厂的模式。**我国面包行业生产经营模式主要有两种，一种是在销售区域设立中央工厂，对本区域产品进行统一生产和集中配送，将产品以批发的形式销售给商场超市和经销商，这种模式通过标准化的产品和包装提高生产效率，增强规模效应；另一种是设立连锁面包店，将其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。
- 大型短保面包企业主要采用“中央工厂+批发”和“中央工厂+连锁店”两类模式进行生产，传统面包作坊主要还是前店后厂式经营，难以形成规模效应。
- **1）“中央工厂+批发”模式：**企业在各个区域设立生产加工工厂进行食品的生产加工，再通过集中物流配送将产品批发给周边地区的商场、超市或

经销商，再销售给终端消费者，代表企业主要是宾堡、曼可顿、嘉顿、桃李面包等。

- **2）“中央工厂+连锁店”模式：**企业在城区周边设立工厂，但制作的是半成品或成品，同时在人口密集的商业区和居民区设立连锁店，通过专门的物流配送将半成品与成品运送到连锁店进行现场加工与销售，代表企业主要是巴黎贝甜、克莉斯汀、面包新语、85 度 C、元祖等。

图表 6：短保面包行业目前存在三种主要的商业模式

商业模式	中央工厂+批发	中央工厂+连锁店	传统面包作坊
经营流程	企业在各个城市设立生产加工工厂，将产品批发给本地及周边城区商场、超市或经销商，再销售给终端消费者。	企业在城区周边设立工厂，制作成品或半成品在市区人口密集的商业区和居民区设立烘焙连锁店现场加工、销售	前店后厂，传统作坊式经营
代表企业	宾堡、曼可顿、嘉顿、桃李面包	巴黎贝甜、克莉斯汀、面包新语、85 度 C、元祖	-
优点	规模效应显著，销售群体广泛	依托店铺装修形成强烈品牌感，产品新鲜、形状美观，受到大量年轻人青睐	价格便宜、经济实惠
缺点	培养经销商周期较长，建立与大型商超稳定客户关系的难度较大	店铺装修、租金及营业管理费用较高	无法形成规模化经营
市场定位	大众定位，相对低端	中高端定位	大众定位，低端
本质	成本领先战略	差异化战略	成本领先战略

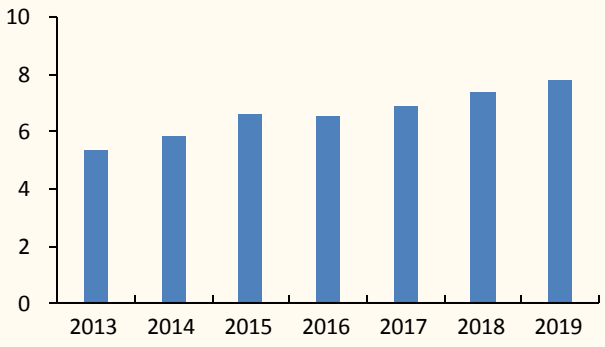
来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **短保面包更加符合健康化和代餐化的消费升级趋势，市场扩容显著。**长保面包产品属性更类似于饼干、炒货等传统休闲零食属性，保质期长在消费者心目中代表新鲜度不足、添加剂较多、健康性欠佳，目前消费趋势显示为短保和中保产品逐渐取代长保产品，短保面包呈现高速增长，市场份额不断提升。短保产品更加新鲜、健康，符合消费升级趋势，主要消费场景在于早餐，产品具备代餐属性。短保行业的参与者目前主要有桃李面包、曼克顿、宾堡等，且短保面包企业的市场份额在提升。

1.3 烘焙行业处于量价提升成长期，集中度有望不断提升

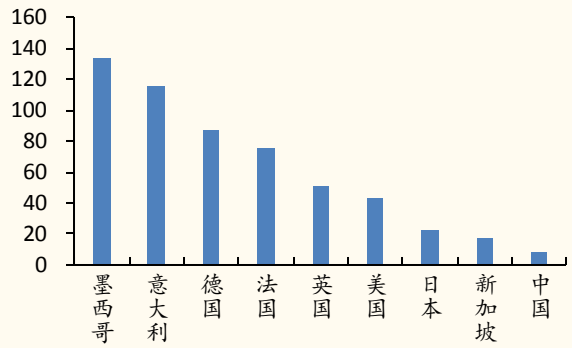
- **烘焙产品消费习惯逐渐成熟，人均消费量向上提升。**烘培食品在西方欧美地区用于早餐及主食，人均消费量远高于我国水平，亚太地区更多将烘培食品当作点心食用，并逐步开始替代早餐，或当成代餐食用。2019 年我国烘培食品人均消费量约 7.8kg，在饮食西化的影响下人均消费量逐年增长，但相较其它国家人均消费量水平还有较大的提升空间。与东南亚邻国相比，日本人均消费量是我国的近 3 倍；与欧美国家相比，美国和英国的人均消费量是我国的 6 倍和 7 倍。虽然存在饮食文化习惯的不同，但随着消费者接受度的提升，未来人均消费量还有较大的提升空间。

图表 7：2013-2019 年中国人均烘培食品消费量（kg）



来源：中国食品工业协会烘培专业委员会，国金证券研究所

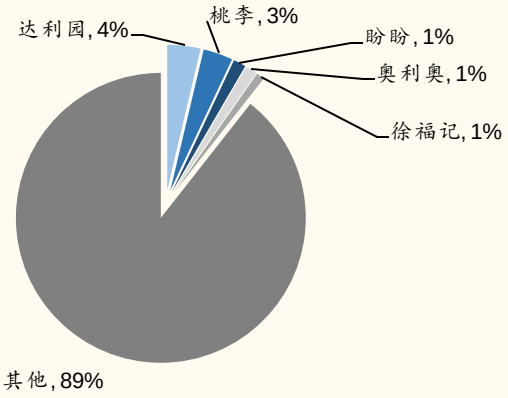
图表 8：2019 年部分国家人均烘培食品消费情况（kg）



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

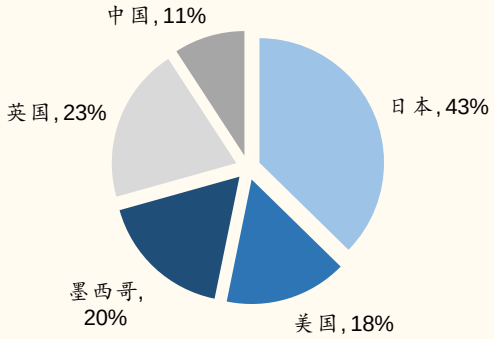
- **我国烘焙行业品牌集中度偏低，CR5 仅为 10.6%。**虽然行业初具规模，但发展时间较短，中国烘焙食品市场的集中度依旧偏低。根据欧睿数据显示，2019 年中国烘焙行业 CR5 为 10.6%，达利、桃李、盼盼、奥利奥和徐福记的市场份额分别占 3.7%、3.3%、1.4%、1.3%和 0.9%。整体来看，烘焙行业竞争格局较为分散，目前为止没有一家企业形成绝对市场优势。烘培食品厂商在短保、中保、长保品类上各有优势，采取不同的商业模式，且全国市场各个区域的优势不尽相同。
- **对标日本，烘焙龙头企业集中度提升可期。**对比饮食文化相近的日本，2019 年日本烘焙行业 CR5 达到 43%，山崎（Yamazaki）、敷岛（Pasco Shikishima）、富士（Fuji）、Kobeya Baking 和 First Baking 的市占率分别为 23.70%、7.40、7.20%、2.70%和 2%。我国烘培行业格局尚未形成稳固，区域市场上还有较大的提升空间，烘焙龙头企业发展潜力显著。

图表 9：2019 年中国烘焙行业 CR5



来源：欧睿，国金证券研究所

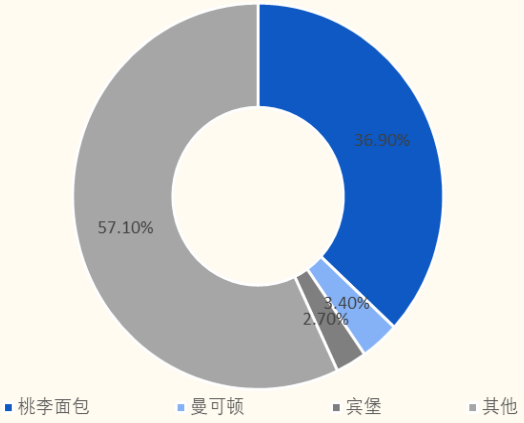
图表 10：2019 年烘培行业市场集中度对比（CR5）



来源：欧睿，国金证券研究所

- **短保细分品类的集中度高于烘培行业整体。**虽然整个烘培行业的集中度较为分散，但是在短保这一细分赛道，短保面包行业集中度高于烘培行业整体。由于符合健康化食品消费升级趋势，短保行业近年来增速更高。同时因为短保行业对供应链的要求更高，能够匹配的企业数量较少，因此竞争优势更为显著。先进入者在深耕配送体系后享有规模效应，2018 年我国短保面包行业 CR3 高达 43%，桃李面包以 36.9%的市占率稳居行业龙头，曼可顿和宾堡等外资品牌分别占 3.4%和 2.7%。

图表 11：2018 年我国短保面包行业市占率

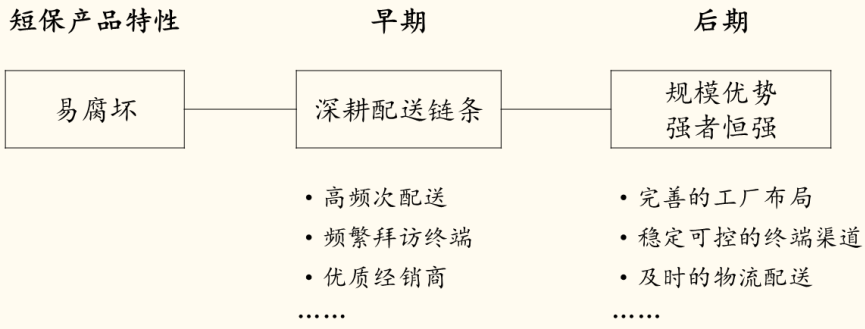


来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

1.4 短保烘焙的壁垒在于供应链的运营效率

- 短保面包的特点在于 1）保质期短，新鲜好吃，不含添加剂，品质较好；2）主食消费属性，高频消费；3）即食属性下要求便捷购买，铺货率够足。
- **短保产品对供应链的运营效率要求较高。**短保产品从生产、运输、配送、铺货、返货等各个环节都需要供应链的支撑，供应链的运营效率决定了短保产品的利润率水平。
- **短保产品对终端销售的数字信息化程度要求较高。**短保产品的保质期和货架陈列期较短，需要保持频繁的进货更新及过期产品的退货。如果配送率和返货率过低则无法保证足够的陈列和货源充足，如果退货率过高则影响公司的盈利能力，因此需要对终端销售合理预估的前提下做到以销定产，则对终端销售的数字信息化程度要求较高。
- **短保产品对渠道的周转和配送时效要求较高。**短保产品的主要销售渠道为商超、便利店、杂货店等贴近居民社区生活的门店，短保产品要求消费者方便购买，可触及程度较高，因此厂商需要进行渠道的广布局和深下沉。同时短保面包消费场景更多在于早餐，因此每天的货架上新及更换时间较早，对周转率和配送时效具有高要求。

图表 12：短保行业天然具备高壁垒，龙头企业具备规模优势



来源：国金证券研究所

二、高周转低返货供应链体系打造护城河

2.1 产品力：主打高性价比，短保面包行业市占率第一

- **产品性价比优势突出，通过规模化生产降本增效。**公司一直以为社会提供高性价比的产品，“让更多人爱上面包”为使命，同款净重的奶棒面包产品，公司售价低于同类的达利美焙辰、曼可顿等品牌。消费者对高频消费的短保面包的价格敏感度偏高，同等产品下更低的价格具有绝对优势。行业内面包厂商生产制造方面大多采用手工化和半自动设备进行生产，自动化程度偏低，成本优势不突出。公司通过引进国外先进的生产设备，实现全自动生产线流水化生产，生产产品质量和标准化程度大幅提高，产品具有高性价比优势。

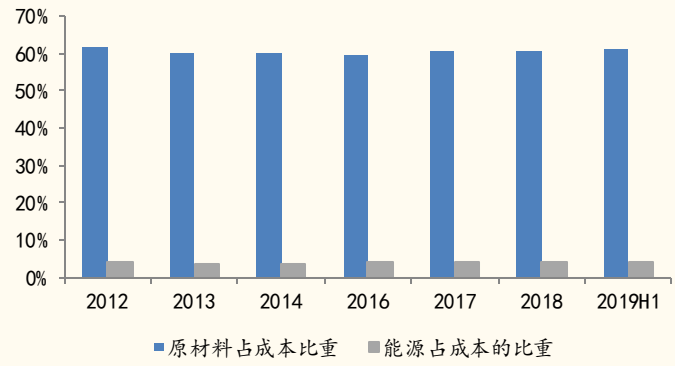
图表 13：国内主要短保面包品牌产品对比

品牌	桃李面包奶棒面包	达利美焙辰奶棒面包	曼可顿奶棒面包
净重	240g，6 根	240g，6 根	240g，6 根
价格	8.5 元	9 元	9.9 元
保质期	7 天	10 天	7 天
口感	甜度适中，奶香较浓	甜味淡，奶香浓	甜味较浓，奶香浓
示例			

来源：京东，国金证券研究所

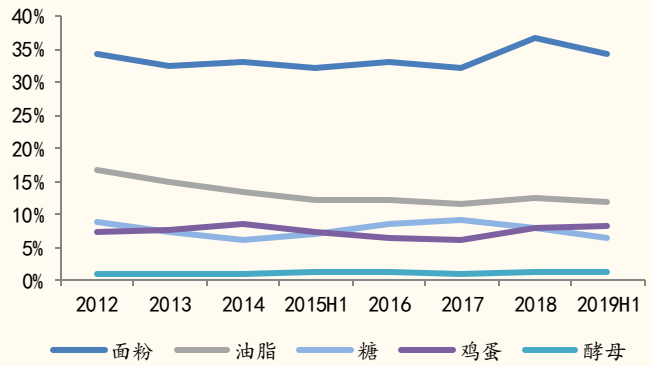
- 公司生产所需的原材料主要为面粉、油脂和糖等，原材料占营业成本的 60%左右。上游行业面粉、油脂加工、油料作物的种植和糖类制造行业市场化程度高，原材料供应充足。公司对采购的面粉、油脂等大宗原材料实行集中定价的方式，对于糖、鸡蛋等价格波动较频繁的商品采用实时定价方式。目前公司固定的面粉供应商有中粮面业、益海嘉里、南顺食品等，油脂供应商有艾迪科食品、英联马利等，酵母供应商有安琪酵母等。
- 公司成本结构稳定，原材料占比变动幅度较小且呈现逐年下降的趋势。从采购成本上看，面粉占比 34%左右，油脂占比 12%左右，糖占比 7%左右，鸡蛋占比 8%左右，部分原材料年份间的价格变化或造成占比的小幅提升或下降，但对整体毛利率水平的影响不大。公司产品价格制定根据品牌定位、竞争策略、品类上市策略结合生产成本、目标毛利率等综合因素，因此原材料价格变动对毛利率的影响较小。

图表 14：公司原材料成本占比



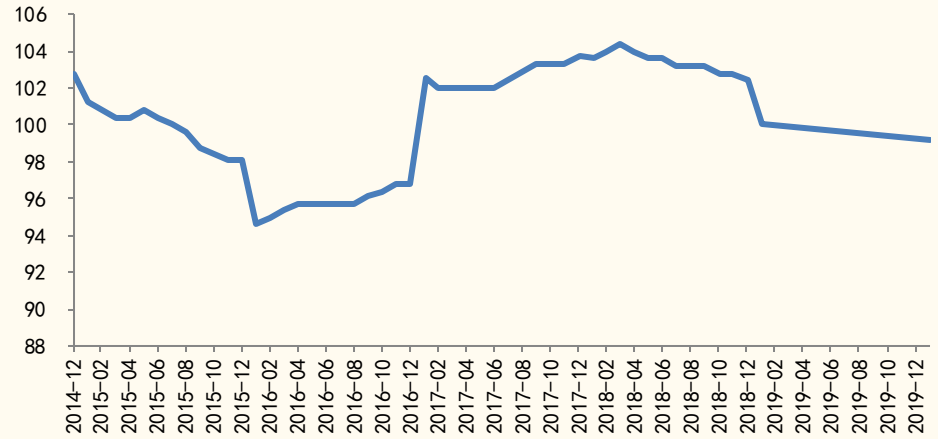
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：公司原材料构成变动情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：农产品集贸市场价格指数:小麦:累计同比（上年同期=100）



来源：wind，国金证券研究所

- **产品出新力强，品类丰富。**公司在原有明星单品的基础上，不断加强新产品的开发和推广，加快产品更新速度以适应消费潮流的变化，保持产品竞争力，如巧乐角面包、原浆南瓜纤维面包、蛋黄酥糕点、焙软小福仔面包、奇亚籽核桃面包、全谷物吐司等一系列新品。并且借助生产端的优势，可实现新品的高性价比优势，2017 年网红“脏脏包”成为潮流，但市场价多在 15 元以上，公司通过生产优势将产品售价控制在 10 元左右迎合大众市场。

图表 17：桃李面包网红单品

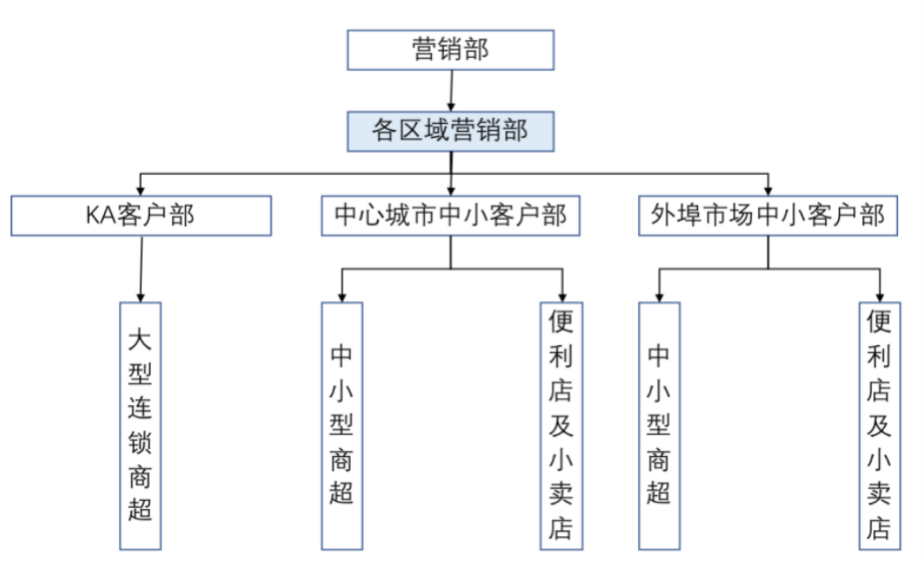
脏脏包	迷你豆沙面包	天然酵母	醇熟吐司	奶棒面包
				

来源：公司官网、国金证券研究所

2.2 渠道力：全国网络布局完善，直营模式稳定性更强

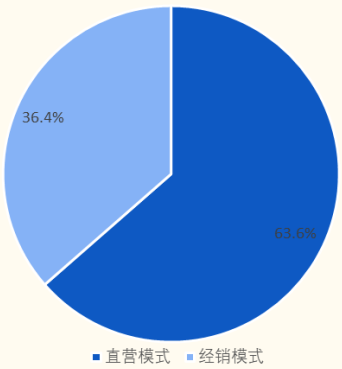
- **公司以直营模式为主。**公司设有营销部，按销售区域进行管理。公司及子公司营销部下设 KA 客户部负责管理服务所在区域的 KA 客户，中心城市中小客户部负责管理服务所在区域的中小型商超、便利店等客户，外埠市场中小客户部负责管理服务所在中心城市周边区域的中小型商超、便利店等客户。直营模式主要针对大型连锁商超（KA 客户）及中心城市的中小超市、便利店终端，公司直接与其签署协议销售产品，约定好商品交付、货款的支付方式、商品折扣、促销政策、退换货等模式，一般在接到订单第二天后进行生产，直接供货到终端。
- 直营模式 2019 年毛利率为 40.27%，收入占比超过 60%；经销模式主要针对外埠市场的便利店、县乡商店和小卖部等，公司通过经销商进行分销，2019 年毛利率为 38.36%，收入占比接近 40%。

图表 18：销售部门组织架构



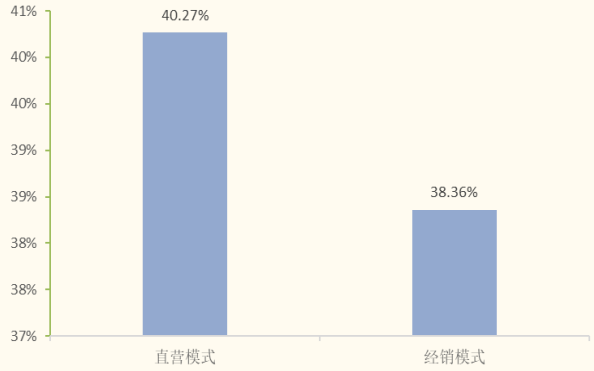
来源：可转债募集说明书，国金证券研究所

图表 19：2019 年桃李面包直营和经销收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

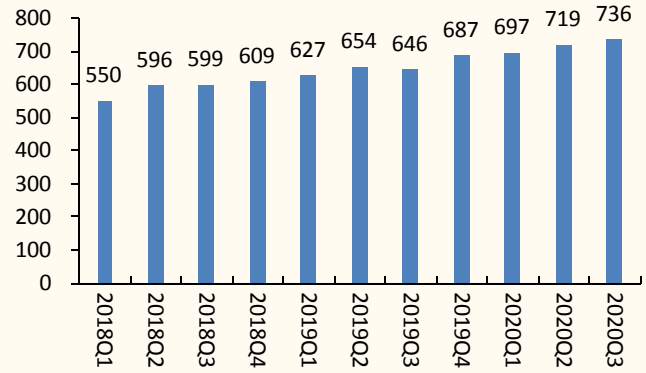
图表 20：2019 年直营和经销毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

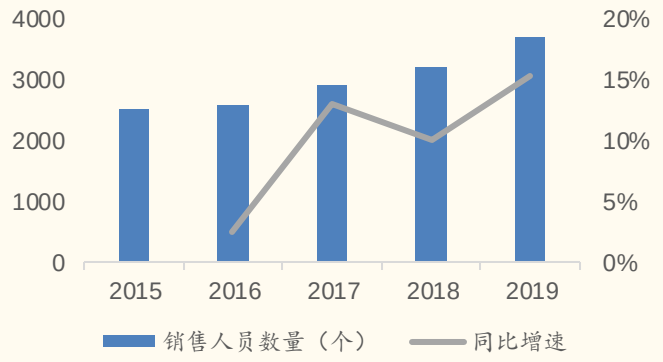
- **经销商补齐下沉销售网络，对经销商的管理能力增强。**公司目前采用直营与经销相结合的销售模式进行渠道开拓，以中心城市为依托，继续向外埠市场拓展，深耕渠道，强化终端，建成全面完善、布局合理、可控性更强、运营效率更高的终端销售网络。公司在中心城市的周边地区直接管理及配送货物成本较高，通过经销商可有效协助公司更好的拓展周边市场，扩大销售半径。在经销商管理层面，公司要求经销商只能销售桃李面包系列产品，且只能在指定的销售区域内进行，不得私自扩大范围，不能自行设立第二经销商。同时经销商在其所辖区域内应保证配货及时，退换货及时，不积压退货。
- **经销商数量及终端不断增加，快速分销能力不断提升。**截至 2020 年 6 月 30 日，公司已在全国市场建立了 26 万多个零售终端。其中公司与大型商超（永辉、华润万家、家乐福、沃尔玛、大润发等）和区域性知名连锁超市（红旗连锁、家家悦连锁、新天地连锁等）建立了良好的合作关系。同时公司将利用自身成熟的市场运营经验，强化公司的竞争优势。

图表 21：桃李面包经销商数量增长情况



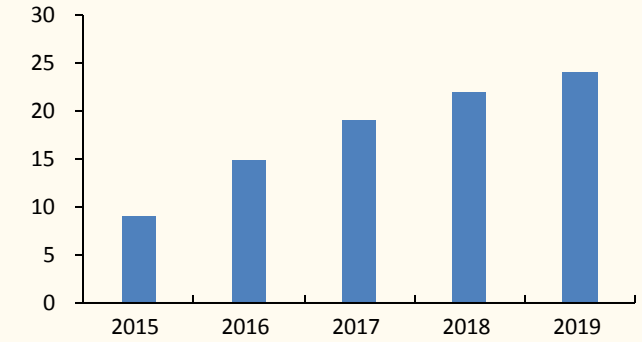
来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：2015-2019 年销售人员数量及增速



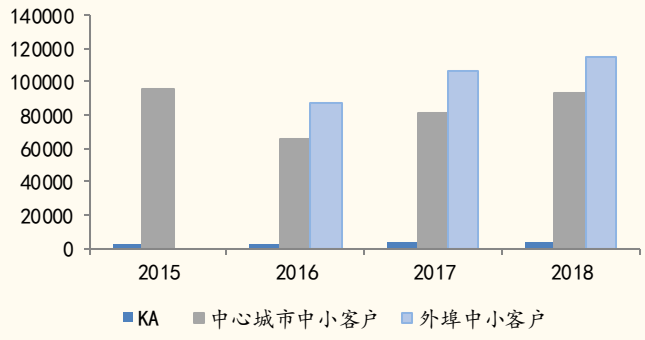
来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：2015-2019 年桃李面包销售终端数量（万个）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：2015-2018 年桃李面包销售终端细分情况



来源：Wind，国金证券研究所

2.3 日配力：高日配低返货，供应链优势突出

- **公司采用第三方物流，分为二级物流模式。**公司主要采用委托第三方物流公司的物流模式，根据公司销售市场与销售客户的不同，公司的产品运输分为一级物流和二级物流两种方式，其中一级物流将工厂生产的产品直接运送给 KA 客户、中心城市的分销站以及公司外埠市场经销商，二级物流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。

图表 25：桃李面包物流模式

产品运输方式	主要销售市场	平均配送时间
一级物流	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	5 至 8 小时
二级物流	从中心城市分销站将产品配送到周边的中小型商超、便利店等	2 至 3 小时

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

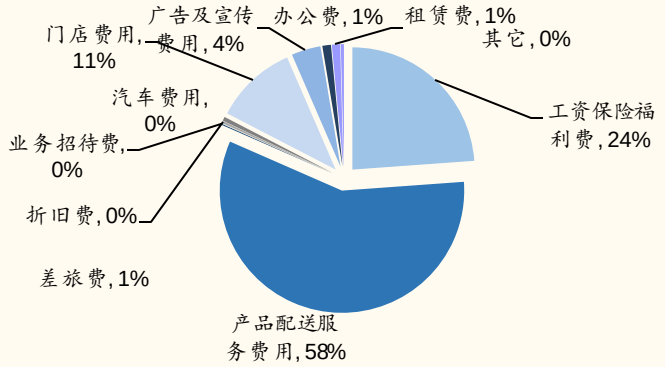
- **日配比例超 50%，退货率低于行业平均 5-7pcts。**短保对终端管控和高频次配送要求极高，配送频率的提升会带来复购率和品牌认知度的提升。公司大部分区域已经实现了每日配送，日配比例在 50%~60%之间，核心区域如东北市场甚至可达 80%~90%，而行业内大部分面包品牌都是三、四天配送一次，长保面包的配送频次多为每周一次。受益于良好的动销以及高效的渠道配送和管理，公司退货率低于行业平均，在成熟市场的退货率约 7%、新开发市场的退货率约 10%，远低于行业 15%的平均退货率。公司不断在配送上加大投入，2019 年运输费用在销售费用中占比为 57.7%。

图表 26：主要面包品牌配送频率和退货率对比

指标	行业平均	桃李面包	宾堡	美焙辰
配送频率	三、四天配送一次	日配比例 50%~60% 成熟区域可以做到一日两配		日配比例 20%
退货率	15%左右	成熟市场约 7% 新开发市场约 10%	10%以上	15%以上

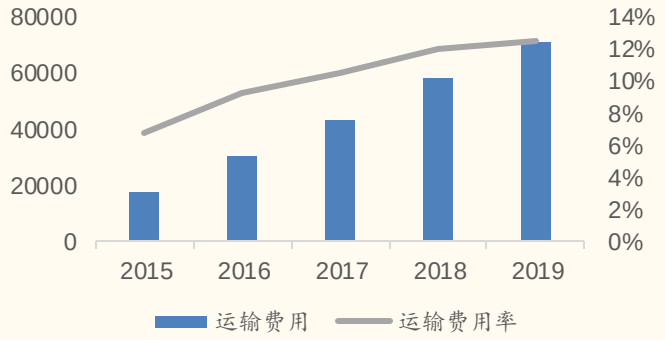
来源：公司公告、公司调研，国金证券研究所

图表 27：2019 年桃李面包销售费用细拆



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：2015-2019 年桃李面包运输费用（万元）

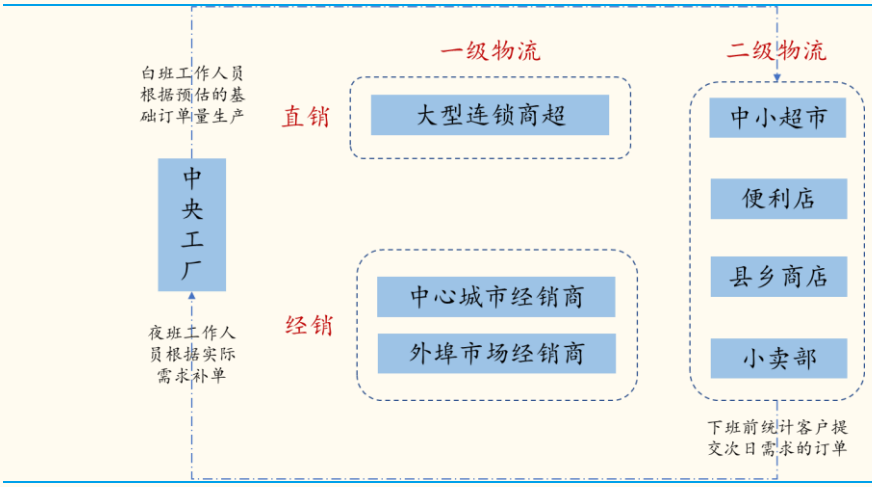


来源：Wind，国金证券研究所

2.4 生产力：以销定产，按需生产

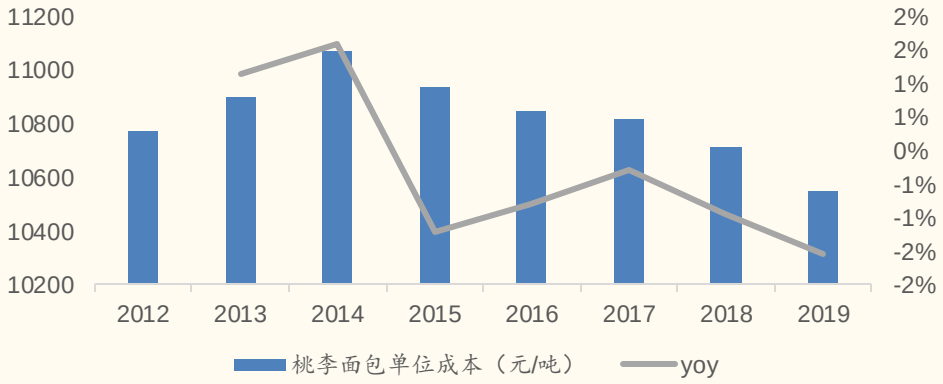
- 在现有的物流条件下，短保质期的面包销售半径较小，一般在 200-300 公里，销售范围仅限于工厂本地及周边的城市和地区。公司采用“以销定产”的生产模式，根据市场需求灵活制定生产计划，公司采用中央工厂统一生产，工厂组织两班人员生产，白天根据预估订单量进行生产，下午下班前统计客户提交次日需求的订单后，在夜间进行补单。
- 截至 2020 年中，公司已在全国 18 个区域建立了生产基地，该模式下公司具备显著的规模经济优势。同时在面包的细分品类上，公司聚焦于少而精，不追求品种多，追求单品生产销售规模，因此，标准化产品叠加大规模的生产可有效降低公司的单位生产成本，同时中央工厂直接批发销售给商超等终端，可大幅降低公司的销售费用。经测算，公司产品总单位成本从 2012 年的 10774 元/吨逐步下滑到 2019 年的 10549 元/吨，规模效应显著，性价比优势凸显。公司每年通过引进先进的生产设备并加以改良形成自身独特的生产工艺，并结合新原料，推出与市场上具有明显差异化的产品，提高产品附加值。

图表 29：公司采用“以销定产”，产销率高达 99.99%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：2012-2019 年桃李面包单位成本（元/吨）



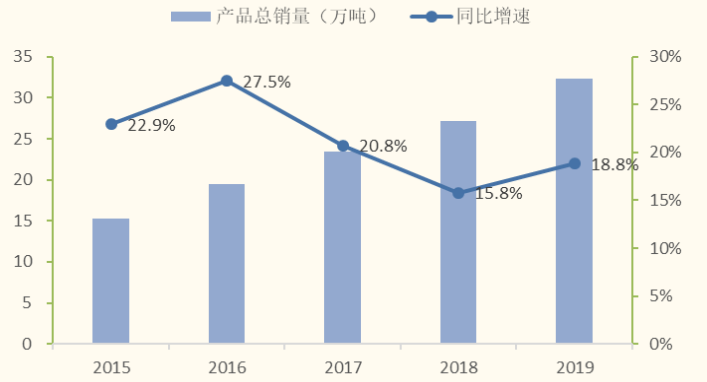
来源：wind，国金证券研究所

三、成长空间：产能释放加速，新兴市场拓张

3.1 产能持续提升，未来每年预计 15%-20%的产能扩张

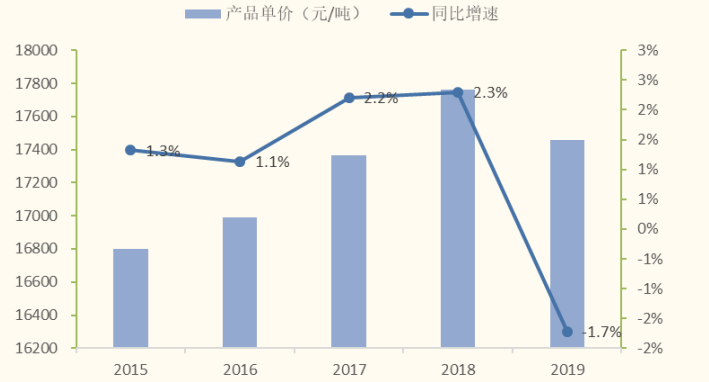
- **公司坚持产品高性价比，当前收入增长主要由量增驱动。**公司将长期保持产品的价格竞争优势，短期内均价提升较为缓慢，成本领先的规模效应有望得到体现。从量价表现拆分来看，销量从 2015 年的 15.26 万吨逐年增长至 2019 年的 32.33 万吨，历年销量增速均在 15%以上；产品单价从 2015 年的 16797.36 元/吨增长至 2019 年的 17457.52 元/吨，历年单价增速多在 1%-2%之间，营收增速和销量增速接近，因此其收入增长主要由销量提升驱动。

图表 31：2015-2019 桃李产品销量



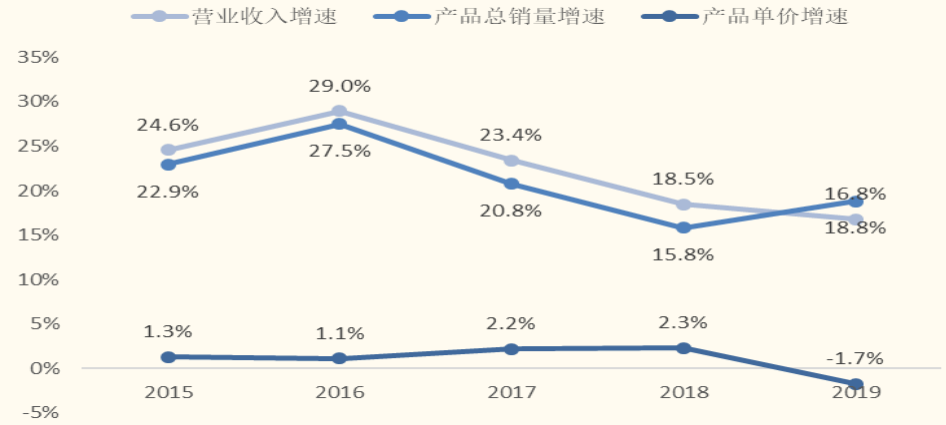
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：2015-2019 桃李产品单价



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：桃李收入增速与销量增速接近



来源：公司公告，国金证券研究所

- **产能持续扩张，全国化布局不断完善。**公司持续贯彻全国化扩张的发展战略，旧厂扩建项目和新建工厂项目陆续完工投产，截至 2019 年末，公司已在 18 个中心城市建立生产工厂，合计产能 35.18 万吨，综合产能利用率超过 90%，产销率接近 100%，因此公司后续主要通过新增产能来提升销量，从而带动收入提升。公司目前在建和拟建项目包括沈阳、四川、山东、江苏、青岛桃李等。

图表 34：募投项目新增产能消化计划

募集资金	项目	实施主体	产能（万吨）	销售区域	销售规模（万吨）
2017 年非公开	桃李面包重庆烘培食品生产基地项目一期	重庆桃李	0.87	重庆	0.72
				贵州：贵阳、遵义等	0.10
				云南：昆明、曲靖等	0.05
	山东桃李面包有限公司烘培食品生产项目	山东桃李	2.02	山东西南部：济南、泰安、东营、聊城、菏泽、滨州等	1.74
				河南北部：鹤壁、新乡、濮阳、商丘、安阳等	0.15
				安徽北部：淮北、宿州、毫州等	0.13
2019 年可转债	青岛桃李面包烘培食品生产基地项目	青岛食品	2.81	山东东部：潍坊、威海、青岛、日照、烟台等	2.39
				江苏北部：徐州、连云港、宿迁、淮安、盐城等	0.42
	四川桃李面包有限公司烘培食品生产项目	四川桃李	2.38	四川：成都市区及郊区	1.69
				四川：绵阳、德阳、乐山、眉山、资阳、南充等	0.69

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司未来产能有望实现每年 15%-20%的扩张。**2019 年公司发行可转债募集资金投资于江苏、四川、青岛、浙江生产基地，在现有生产规模的基础上，重点开拓华东和西南地区市场，在句容、成都、青岛、嘉兴等地对下属子公司新建并完善生产基地。
- 在长三角市场的培育期，地区供应主体为上海桃李，厂房为租赁使用。江苏桃李和浙江桃李投产后将逐步取代上海桃李工厂，长三角地区的生产销售规划更加清晰，覆盖区域互不重合，江苏桃李覆盖江苏中部、安徽南部市场，浙江桃李覆盖上海、浙江、江苏南部市场，上海桃李计划在平稳过渡后终止厂房租赁。
- 在山东市场，公司的销售网络已经辐射全部地级市。目前山东东部青岛、潍坊、烟台、威海、日照等地的市场销售由青岛桃李供应，厂房为租赁使用，青岛食品生产基地投产后将逐步取代青岛桃李覆盖山东东部及江苏北部市场，青岛桃李计划在平稳过渡后终止厂房租赁。
- 四川地区的市场销售目前由成都桃李供应，四川桃李生产基地建成投产后将逐步取代成都桃李覆盖四川市场，成都桃李计划在平稳过渡后改造为公司探索中长保质期产品的试生产基地或将厂房对外出租。

图表 35：2019 年募投生产基地达产后划分与整合安排

项目	实施主体	拟覆盖区域	目前供应主体
江苏桃李面包有限公司一期投资项目	江苏桃李	江苏中部、安徽南部	上海桃李
浙江桃李面包有限公司生产基地建设项目	浙江桃李	上海、浙江、江苏南部	
青岛桃李面包烘培食品生产基地项目	青岛食品	山东东部、江苏北部	青岛桃李
四川桃李面包有限公司烘培食品生产项目	四川桃李	四川	成都桃李

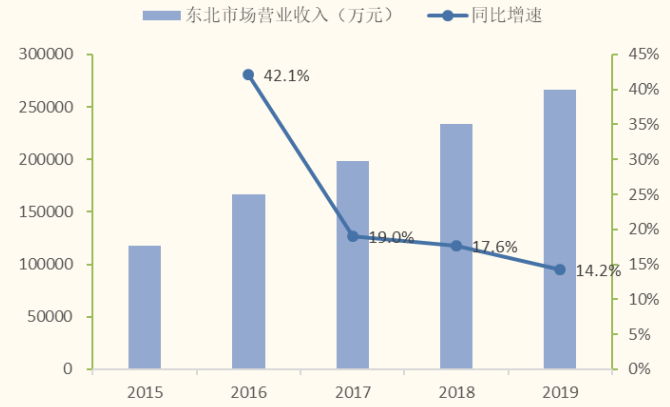
来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 贯彻全国化扩张策略，传统市场加速下沉，新兴市场积极拓展

1）优势市场：渠道向县乡级区域下沉

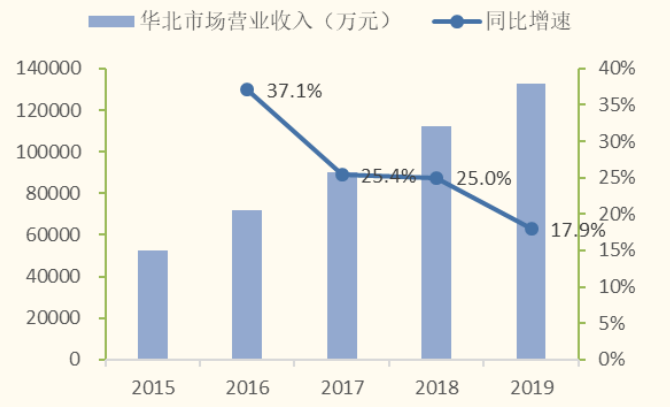
- **东北市场：销售网络精细化，渠道下沉至乡级市场。**东北是公司面包主食化的消费习惯培养最好的区域之一，未来收入提升主要由渠道下沉带动。东北市场近三年收入增速在 15%左右，收入占比超 40%。公司在辽宁的渠道已铺至县镇级市场，未来有望下沉至乡级市场；东北其他区域渠道已铺至县级市场，未来仍有下沉空间。且沈阳桃李 6 万吨产能计划于 2021 年 6 月投产。
- **西南市场：产能释放有望带动收入增长。**公司在西南地区经营多年，拥有良好的市场基础和品牌知名度，毛利率超过 35%。西南市场近三年收入增速在 13%~17%，收入占比在 10%左右。2018 年末公司已在西南地区建立约 33000 余个销售终端。成都工厂一直处于满产状态，随着四川桃李项目落地，其规划产能 2.5 万吨/年，计划于 2021 年底投产，西南市场有望随着产能释放销量进一步增长。

图表 36：2015-2019 年桃李面包东北市场营收及增速



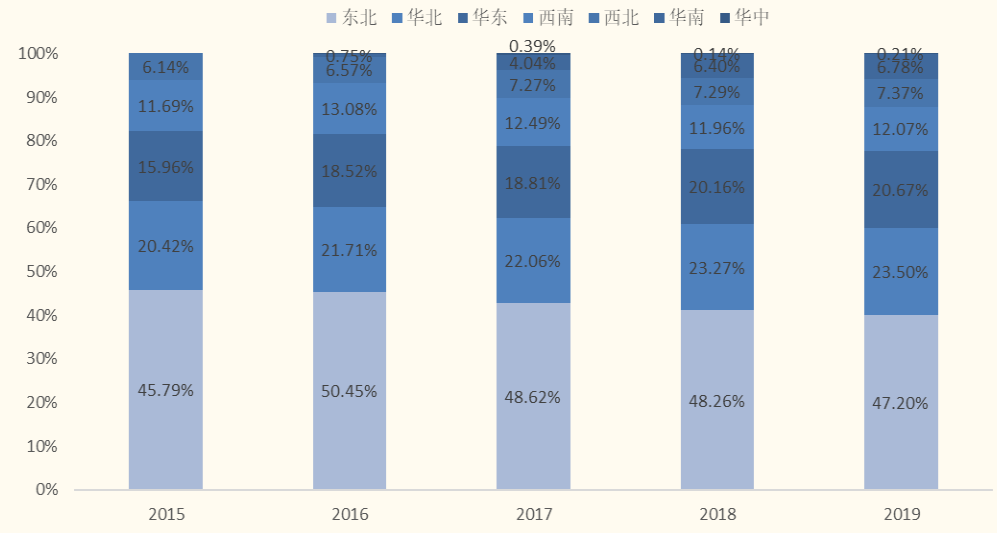
来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：2015-2019 年桃李面包华北市场营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：2015-2019 年桃李面包各区域市场收入占比

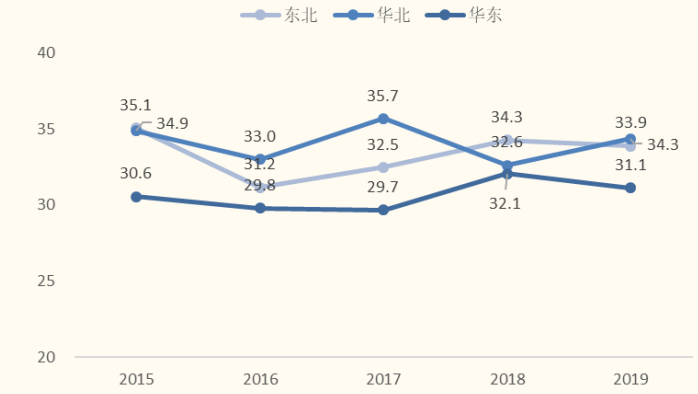


来源：Wind，国金证券研究所

2）新兴市场：积极开拓，新增产能释放提供未来收入增量

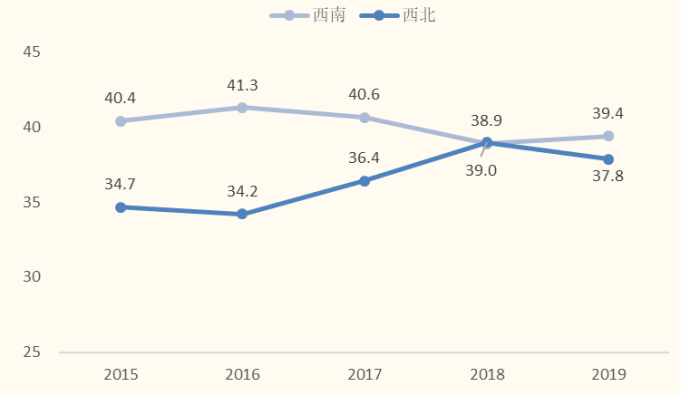
- **华东市场：消费市场空间广，产能布局完善。**长三角地区拥有庞大的消费群体和发达的商业环境，市场容量广阔。2018 年末公司在江苏省建立 9400 余个销售终端，在上海市建立 4300 余个销售终端，在浙江省建立 2500 余个销售终端，在安徽省建立约 2000 个销售终端，并在持续加强销售网点密集度。随着江苏、浙江工厂的投产完成，华东市场的产能布局完善，产能提升和销售渠道开拓进一步打开华东市场空间。

图表 39：2015-2019 年桃李面包东北、华北、华东市场毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

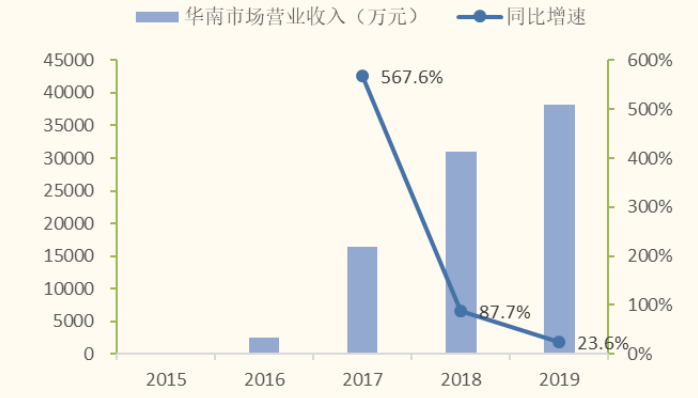
图表 40：2015-2019 年桃李面包西南、西北市场毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

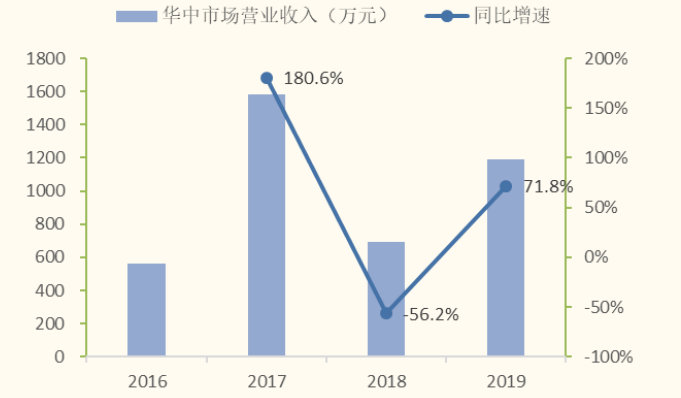
- **华南市场：扭亏为盈，迈入拐点。**华南市场经过前期生产基地的建设、市场的开拓，目前已经逐渐扭亏为盈，盈利处于拐点阶段。随着终端动销的不断加强及生产、物流等环节的正循环效应凸显，预计华南市场未来将成为新兴市场的增长点。

图表 41：2015-2019 年桃李面包华南市场营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：2016-2019 年桃李面包华中市场营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

- **面包：**公司短保面包未来空间广阔，消费习惯不断成熟后消费量具有较大的提升空间，公司领先的产品、渠道、供应链、产能布局优势下市占率将得到有效的提升。我们预计未来公司收入有望保持年复合 15%-20%的增长，随着 Q4 江苏公司的投产，2021-2022 年公司终端网点开拓力度和动销速度有望加快。今年受疫情影响 Q2 和 Q3 收入增速有所下滑，但预计 Q4 将回归到正常增速区间，明后年产能得到有效释放后，收入增速将得到有效提升，预计公司 2020-2022 年面包收入增速为 9%/17%/17%。

- **月饼&粽子**：公司收入包括三大类产品，分别为面包、粽子、月饼。其中月饼和粽子为节日性消费品，消费时段较为集中。月饼每年生产集中在中秋节前 1-2 个月，粽子生产集中在端午节前 30-45 天。月饼销售主要发生在 Q3，粽子收入主要发生在 Q2，Q1 和 Q4 不产生月饼和粽子的销售。因此按照今年 Q3 的销售情况，预计 2020 全年月饼收入为 0.9 亿元，粽子收入为 0.08 亿元。2020 年月饼和粽子收入有所下滑，主要原因在于疫情影响下催化了 Q1 方便食品的居家消费，Q2 和 Q3 线下解禁导致需求承压，预计未来粽子和月饼产品将保持常态增长。
- **毛利率**：今年受疫情影响，市场竞争态势放缓，公司毛利率端具有显著提升。明年公司产能释放后，伴随终端渠道的开拓，市场竞争有望加剧。公司当前仍将保持产品高性价比优势，预计毛利率水平短期内不会得到有效提升，未来将维稳在 40%左右。

图表 43：收入拆分预测

百万元		2018	2019	2020E	2021E	2022E
面包	收入	4,728.6	5,527.5	6,024.9	7,049.2	8,247.5
	yoy	18.1%	16.9%	9.0%	17.0%	17.0%
	销量（吨）	268,802	319,425	346,260	405,125	471,287
	单位收入（元/公斤）	17.59	17.30	17.4	17.4	17.5
	成本	2,845.2	3,337.2	3,464.3	4,159.0	4,866.0
	毛利率	39.8%	39.6%	42.5%	41.0%	41.0%
月饼	收入	94.94	105.68	89.83	116.78	140.13
	yoy	39.5%	11.3%	-15%	30%	20%
	成本	65.25	66.77	54.80	72.40	86.88
	毛利率	31.3%	36.8%	39.0%	38.0%	38.0%
粽子	收入	9.68	10.56	7.81	9.77	11.43
	yoy	38.9%	9.1%	-26%	25%	17%
	成本	5.14	6.49	4.55	5.96	6.97
	毛利率	46.9%	38.5%	41.8%	39.0%	39.0%

来源：wind，国金证券研究所

- 经测算，预计公司 2020-2022 年收入为 61.23/71.76/83.99 亿元，同比增长 8.5%/17.2%/17.1%；实现归母净利润为 9.14/10.41/12.16 亿元，同比增长 33.71%/13.93%/16.78%，EPS 为 1.34/1.53/1.79 元，对应当前股价 PE 为 48/42/36 倍。参考同样为销地产模式、冷链物流运输配送的大众食品企业，和坚果、烘培赛道的休闲食品企业，根据可比公司估值法，我们给予公司 2021 年 45 倍的 PE 目标值，对应股价 69 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44：可比公司估值

	EPS			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
绝味食品	1.33	1.74	2.07	59.6	45.5	38.2
煌上煌	0.52	0.66	0.81	38.7	30.7	24.9
安井食品	2.33	3.08	3.91	71.3	54.1	42.5
盐津铺子	1.90	2.71	3.63	68.1	47.7	35.5
良品铺子	0.86	1.16	1.45	66.1	49.0	39.4
洽洽食品	1.51	1.79	2.10	36.5	30.8	26.2
平均	**1.41**	**1.86**	**2.33**	**56.7**	**43.0**	**34.5**
桃李面包	1.34	1.53	1.79	47.58	41.67	35.62

来源：wind，国金证券研究所（除桃李面包外均采用 wind 一致预期）

五、风险提示

- **新市场拓展不及预期：**华东、华南市场竞争激烈，消费水平较高，渠道布局或需更长时间。
- **疫情反复风险：**当前全国疫情可控，局部出现反复，若冬季出现第二波疫情会对经营产生影响。
- **食品安全风险：**短保面包保质期短，需要高周转高日配的供应链支撑，若终端渠道掌控力不足，对库存动销数据掌握不准，或会影响经营。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,080**	**4,833**	**5,644**	**6,123**	**7,176**	**8,399**
增长率		18.5%	16.8%	8.5%	17.2%	17.0%
主营业务成本	-2,542	-2,916	-3,410	-3,524	-4,237	-4,960
%销售收入	62.3%	60.3%	60.4%	57.6%	59.1%	59.1%
毛利	1,538	1,918	2,233	2,599	2,938	3,439
%销售收入	37.7%	39.7%	39.6%	42.4%	40.9%	40.9%
营业税金及附加	-54	-64	-62	-67	-72	-84
%销售收入	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	-757	-999	-1,228	-1,286	-1,485	-1,739
%销售收入	18.5%	20.7%	21.8%	21.0%	20.7%	20.7%
管理费用	-82	-89	-102	-98	-100	-118
%销售收入	2.0%	1.8%	1.8%	1.6%	1.4%	1.4%
研发费用	0	-6	-9	-10	-7	-8
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
息税前利润（EBIT）	645	761	833	1,137	1,274	1,491
%销售收入	15.8%	15.7%	14.8%	18.6%	17.7%	17.7%
财务费用	4	10	-3	-11	-4	2
%销售收入	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-5	-10	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	-2	30	24	15	30	30
%税前利润	n.a	3.7%	2.7%	1.3%	2.3%	1.9%
营业利润	651	824	863	1,161	1,319	1,542
营业利润率	16.0%	17.0%	15.3%	19.0%	18.4%	18.4%
营业外收支	7	0	11	10	10	10
税前利润	658	824	874	1,171	1,329	1,552
利润率	16.1%	17.1%	15.5%	19.1%	18.5%	18.5%
所得税	-145	-182	-190	-258	-288	-337
所得税率	22.0%	22.1%	21.8%	22.0%	21.7%	21.7%
净利润	513	642	683	914	1,041	1,216
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**513**	**642**	**683**	**914**	**1,041**	**1,216**
净利率	12.6%	13.3%	12.1%	14.9%	14.5%	14.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	513	642	683	914	1,041	1,216
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	139	158	163	184	216	248
非经营收益	-12	-29	-31	69	-2	-2
营运资金变动	13	32	66	561	-16	-21
经营活动现金净流	**653**	**803**	**882**	**1,727**	**1,239**	**1,441**
资本开支	-396	-392	-892	-400	-690	-690
投资	74	0	-820	-400	100	100
其他	4	30	22	15	30	30
投资活动现金净流	**-318**	**-362**	**-1,690**	**-785**	**-560**	**-560**
股权募资	721	0	984	-98	0	0
债权募资	0	0	0	-1	0	0
其他	-138	-377	-528	-403	-454	-524
筹资活动现金净流	**583**	**-377**	**456**	**-502**	**-454**	**-524**
现金净流量	**919**	**65**	**-353**	**441**	**225**	**356**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,360	1,424	1,078	1,518	1,743	2,100
应收款项	343	453	518	530	621	727
存货	98	110	131	135	163	190
其他流动资产	67	54	895	712	619	527
流动资产	1,868	2,040	2,622	2,896	3,146	3,544
%总资产	53.0%	52.2%	50.6%	51.4%	49.4%	49.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,264	1,417	1,818	2,249	2,650	3,020
%总资产	35.8%	36.2%	35.1%	39.9%	41.6%	41.9%
无形资产	298	324	399	485	568	649
非流动资产	1,658	1,870	2,564	2,734	3,218	3,669
%总资产	47.0%	47.8%	49.4%	48.6%	50.6%	50.9%
资产总计	**3,526**	**3,911**	**5,186**	**5,630**	**6,364**	**7,213**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	281	362	468	436	523	612
其他流动负债	77	126	132	158	181	211
流动负债	358	488	599	594	704	823
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	1	844	842	842	842
负债	**371**	**489**	**1,443**	**1,436**	**1,546**	**1,666**
普通股股东权益	**3,156**	**3,421**	**3,743**	**4,194**	**4,818**	**5,548**
其中：股本	471	471	659	659	659	659
未分配利润	1,256	1,452	1,608	2,156	2,781	3,510
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**3,526**	**3,911**	**5,186**	**5,630**	**6,364**	**7,213**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.091	1.364	1.037	1.343	1.530	1.787
每股净资产	6.705	7.270	5.681	6.166	7.084	8.156
每股经营现金净流	1.388	1.707	1.338	2.622	1.880	2.186
每股股利	0.800	1.000	1.000	0.555	0.632	0.738
回报率						
净资产收益率	16.26%	18.77%	18.26%	21.79%	21.60%	21.91%
总资产收益率	14.56%	16.42%	13.18%	16.23%	16.36%	16.85%
投入资本收益率	15.94%	17.32%	14.20%	17.62%	17.62%	18.27%
增长率						
主营业务收入增长率	23.42%	18.47%	16.77%	8.48%	17.20%	17.05%
EBIT 增长率	20.07%	17.93%	9.44%	36.58%	11.97%	17.04%
净利润增长率	17.85%	25.11%	6.42%	33.71%	13.93%	16.78%
总资产增长率	49.05%	10.89%	32.62%	8.56%	13.04%	13.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.4	28.8	29.8	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	13.0	13.0	12.9	14.0	14.0	14.0
应付账款周转天数	32.6	35.2	39.2	39.0	39.0	39.0
固定资产周转天数	98.8	96.4	99.9	99.9	90.3	80.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.09%	-41.63%	-13.69%	-22.73%	-24.45%	-27.66%
EBIT 利息保障倍数	-150.6	-73.2	239.7	103.1	307.3	-797.0
资产负债率	10.51%	12.51%	27.82%	25.51%	24.29%	23.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH