短保行业领导者，领先优势持续扩大

——桃李面包（603866）

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 烘焙行业市场潜力大，短保面包为趋势

我国烘焙行业正快速发展，当前行业规模位居全球第二，仅次于美国。2019 年烘焙食品人均消费量仅为 7.8KG/年，与美国、英国、新加坡、日本等成熟市场相比，我国烘焙市场规模和行业集中度仍存在较大成长空间。短保面包为趋势，短保面包相对于长保面包、手工烘焙门店具有便捷，新鲜健康等优势，有望在未来脱颖而出。

❖ 工厂生产、物流运输、渠道销售保证领先优势持续扩大

公司 2011-2019 年营业收入由 11.96 增长至 56.44 亿元，复合增长率为 21.4%，2011-2019 年净利润由 1.46 增长至 6.83 亿元，复合增长率为 21.3%。桃李面包产品性价比高，公司采取“中央工厂+批发”模式，2019 年已在全国 18 个区域建立了生产基地，为公司全国化生产以及持续提高协同效应打下了坚实的基础。在物流运输方面公司优势明显，受益于生产与物流效率的提高，毛利率持续上升，由 2011 年的 32.85%提升至 2019 年的 39.57%。得益于生产、运输的协同作用，公司以直营为主、经销为辅的销售模式得以持续扩大营销优势，公司存货周转率以及应收账款周转率持续提高。

❖ 首次覆盖给予“增持”评级

疫情对公司业务短期将产生一定影响，但并不会影响公司优秀的成长性，公司在产业链上已经形成领先优势并成功打造出市场上最高性价比产品，且我们认为领先优势将持续扩大，公司将有能力在全国范围内持续拓展。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 65.48、75.91、87.27 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 8.68、9.76、12.03 亿元；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.48、1.83 元/股，对应 PE 分别为 41.82、37.21、30.19 X，首次覆盖给予增持评级。

❖ **风险提示：**宏观经济走弱；工厂建设进度拖慢；食品安全问题。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	5643.71	6548.02	7591.27	8726.97
+/-%	16.77%	16.02%	15.93%	14.96%
净利润(百万)	675.41	868.48	976.20	1203.33
+/-%	8.25%	28.59%	12.40%	23.27%
EPS(元)	1.03	1.32	1.48	1.83
PE	53.78	41.82	37.21	30.19

资料来源：2019 年年度报告，预测截止日期 2020 年 7 月 16 日，川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	食品饮料
报告时间	2020/07/15
前收盘价	55.1 元

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

ouyangyujian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、桃李面包：短保面包龙头 5
1.1 从东北出发，向全国拓展 5
1.2 管理层顺利交接，员工持股激励到位 5
二、烘焙行业市场潜力大，短保面包为趋势 6
2.1 大行业小公司格局的烘焙行业，未来潜力大 6
2.2 短保面包为趋势，但行业性困难较大 7
三、渠道优势不断扩大，短保领导者 10
3.1 主打高性价比面包产品 10
3.2 工厂生产、物流以及销售角度下公司领先优势将持续扩大 11
3.2.1 “中央工厂+批发”的协同性不断增强 11
3.2.2 生产协同、高效物流不断提升毛利率 13
3.2.3 得益于生产、运输的协同，能够使得营销持续领先 14
四、投资建议 20
风险提示 21

图表目录

图 1：桃李面包发展历程 5
图 2：烘焙行业市场规模稳步增长 6
图 3：面包行业市场规模快速增长 6
图 4：人均烘焙食品消费具备较大提升空间 6
图 5：烘焙行业市场集中度仍具较大提升空间 6
图 6：外食早餐支出增速较快 7
图 7：面包行业市场格局较为分散 7
图 8：国内休闲零食消费者对产品健康要求较高 7
图 9：烘焙行业集中度正在提升 9
图 10：2018 年短保行业市场集中度 9
图 11：面包业务收入占比超 95% 10
图 12：面包业务毛利占比不断提升 10
图 13：面包业务收入增速较为平稳 10
图 14：面包业务毛利率持续提升 10
图 15：桃李面包产品性价比高 11
图 16：公司工厂协同性逐渐提升 12
图 17：公司全国化初步建立 12
图 18：公司总产能规划 12
图 19：公司退货率较低 13
图 20：桃李面包运输费用占比不断提升 13
图 21：山崎面包运输费占比并不高 13
图 22：受益于生产与物流效率的提高，桃李面包毛利率持续上升 14
图 23：桃李面包终端数量情况一览 14
图 24：中小客户占比较大 14
图 25：桃李面包终端售价提升缓慢 15
图 26：桃李面包周转天数不断缩短 15
图 27：面包销售量快速增长 15
图 28：公司各区域市场仍具备较大成长空间 15
图 29：东北地区收入及增速 16
图 30：东北地区毛利及毛利率 16
图 31：华北地区收入及增速 16
图 32：华北地区毛利及毛利率 16
图 33：西南地区收入及增速 17
图 34：西南地区毛利及毛利率 17
图 35：华东地区收入及增速 17
图 36：华东地区毛利及毛利率 17
图 37：西北地区收入及增速 18
图 38：西北地区毛利及毛利率 18
图 39：华南地区收入及增速 18
图 40：华南地区毛利及毛利率 18
图 41：华中地区收入及增速 19
图 42：华中地区毛利润及毛利率 19

表格 1. 面包行业零售模式及手工类终端门店模式情况一览 8
表格 2. 目前面包领军者体量都不大 8
表格 3. 桃李面包费用构成中，配送费用占比持续提升 8
表格 4. 不同企业今年业绩差异情况 9
表格 5. 公司历年新品推出情况 11
表格 6. 可比上市公司盈利预测及估值表 20

一、桃李面包：短保面包龙头

1.1 从东北出发，向全国拓展

沈阳桃李面包股份有限公司前身是沈阳市桃李食品有限公司，于 1997 年 1 月 23 日在沈阳成立，公司一直专注于以面包及糕点为核心的优质烘焙类产品的生产及销售，是国内知名的“中央工厂+批发”式烘焙食品生产企业。公司从东北逐渐拓展至全国，截止 2019 年目前在全国已经建立了 18 个生产基地，完成全国化市场布局，公司在 30 余个城市设立子公司，并有超过 23 万个销售终端。

图 1：桃李面包发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.2 管理层顺利交接，员工持股激励到位

公司创始人吴志刚退休后，由早已参与公司运营的吴学群（总经理）、吴学亮（董事长）接棒管理，公司将员工持股计划作为中长期的奖励措施，每年设立一期员工持股计划，共计五期，截止到 2020 年一季度，公司员工持股人数为 602 人，合计持股比例占总股本的 1.76%，公司通过股权激励实现员工与公司利益的深度绑定。

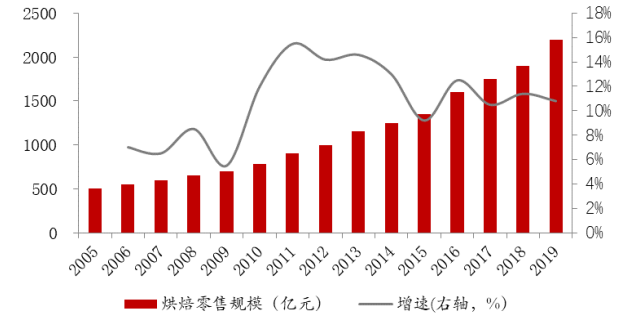
二、烘焙行业市场潜力大，短保面包为趋势

2.1 大行业小公司格局的烘焙行业，未来潜力大

我国烘焙行业正处于快速发展阶段。从 20 世纪 80 年代开始，烘焙食品从台湾、香港引入中国大陆并呈现快速发展的趋势，当前烘焙行业规模位居全球第二，仅次于美国。据欧睿数据显示，2019-2014 年国内烘焙市场零售额 CAGR 达 10.5%，高于酒类、乳制品、调味品等传统细分行业。从人均消费量来看，我国烘焙食品人均消费量仅为 7.8KG/年，远低于其他国家，即便是饮食习惯相近的新加坡和日本人均消费量已分别达到 17.9 和 22.3 KG/年。

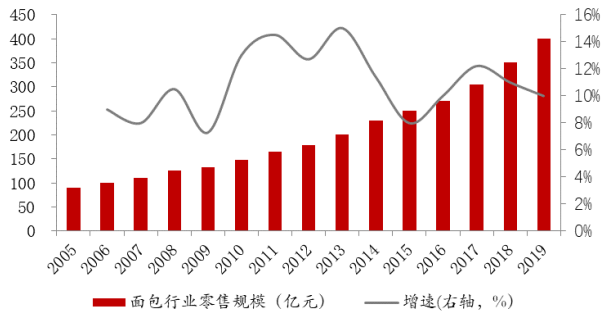
我国烘焙行业目前仍处于大行业小公司的行业格局中，据欧睿数据显示，2018 年我国烘焙行业 CR5 为 11.1%，但是对比成熟市场，我国烘焙行业集中度具备较大的提升空间，在消费升级的大背景下，我国烘焙行业集中度将持续提升。

图 2：烘焙行业市场规模稳步增长



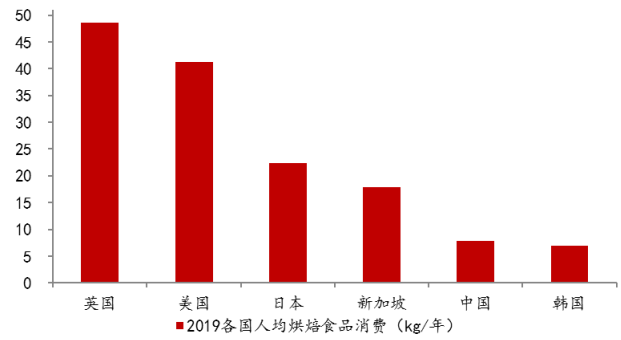
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 3：面包行业市场规模快速增长



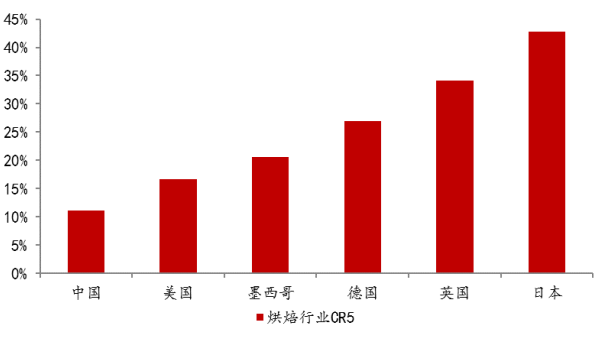
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 4：人均烘焙食品消费具备较大提升空间



资料来源：欧睿，中国食品工业协会，川财证券研究所

图 5：烘焙行业市场集中度仍具较大提升空间



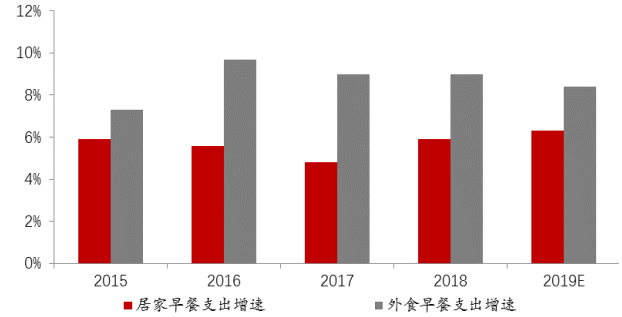
资料来源：欧睿，川财证券研究所

2.2 短保面包为趋势，但行业性困难较大

我国面包行业目前正处于快速发展阶段，从消费升级趋势来看，未来短保面包有望脱颖而出。长保面包存在口感、健康性的问题，并且相对于其他品类的休闲零食没有明显优势，手工烘焙类门店产品多样且健康，但容易受制于人力成本、物业成本等，而短保面包的主要消费场景在早餐，本身符合便捷、新鲜健康的消费需求趋势。短保面包这几年销售增长迅猛，除了传统的短保企业以外，近几年越来越多的休闲领域的企业也开始向短保烘焙跨界。

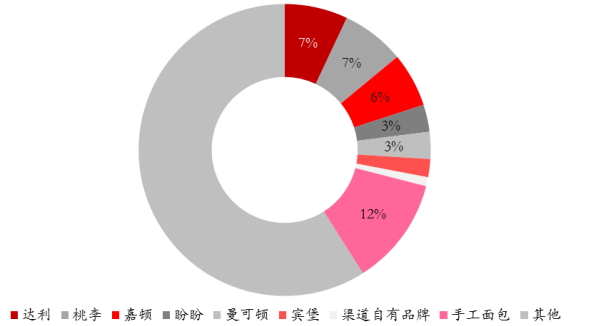
面包行业整体竞争格局较为分散，且市场格局以及体量都较小，目前尚未出现绝对的行业领导者。我国面包行业主要竞争者为三类，一类以桃李面包、宾堡为代表的短保面包企业，一类以达利、盼盼、好丽友为代表的长保面包企业，一类以 85 度 C、克里斯汀为代表的手工类烘焙门店。

图 6：外食早餐支出增速较快



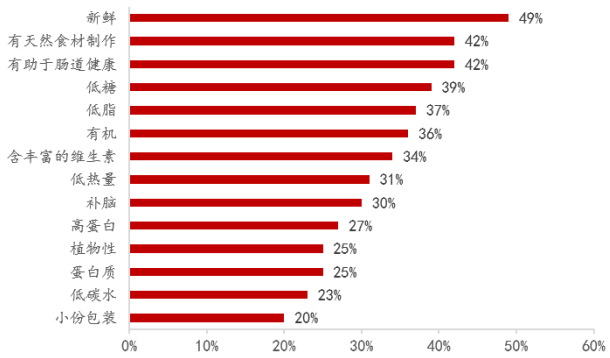
资料来源：英敏特，川财证券研究所

图 7：面包行业市场格局较为分散



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 8：国内休闲零食消费者对产品健康要求较高



资料来源：亿滋& Harris Poll，川财证券研究所

表格 1. 面包行业零售模式及手工类终端门店模式情况一览

	类型	行业情况	保质期	销售半径	主流定价	退货率	模式	代表企业
零售模式	长保	由于长保面包发展时间较长，目前已进入成熟期，发展增速放缓，众多长保面包企业相继进军中保及短保领域，比如达利推出了短保品牌美焙辰。	6个月及以上	大	中低	低	中央工厂+批发	达利食品、盼盼食品
	中保	中保面包定位大多为休闲零食，由于产品生命周期短、进入门槛低，原中保面包企业、三只松鼠等线上电商相继进军，近年来行业景气度不断提升，竞争较为激烈。	2-3个月	大	中	低	中央工厂+批发；代工+电商	港荣食品、三只松鼠、良品铺子
	短保	短保面包定位大多为主食，随着消费升级、消费者消费习惯改变，短保面包市场空间最为广阔，为大势所趋，但由于短保面包保质期较短，对企业的产品研发、品质把控、运输物流、退货把控、渠道开发等方面提出更高要求，因此具有较高壁垒，市场集中度处于提升阶段。	5-10天	中	中	中低	中央工厂+批发	桃李面包、宾堡
手工类烘焙门店模式	烘焙店	烘焙店定位差异化高端消费，产品价格较高、产品差异度大，但同时由于烘焙店模式存在租金及人工成本高、保质期短、营销辐射范围、门店覆盖范围有限等问题，因此盈利较低，2018年面包新语净利率不足3%，但烘焙店的差异化模式仍为未来消费升级大方向。	5天以下	小	中高	极低（几乎为0）	中央工厂+门店销售；半成品+门店加工销售；门店生产+门店销售	克里斯汀；85度C；面包新语；好利来

资料来源：wind，川财证券研究所整理

表格 2. 目前面包领军者体量都不大

体量	代表企业
销售规模超 30 亿	桃李面包，达利
销售规模超 10 亿	85 度 C、好利来、克莉丝汀、元祖、稻香村
销售规模 1-10 亿	面包新语、味多美、米旗、原麦山丘
销售规模 2000 万左右	约有 1000 多家

资料来源：公司公告，川财证券研究所

短保面包产品保质期短，对企业的生产、销售效率要求较高，生产方面新进入者需要大量投入确保产品质量为重资产模式，销售方面新进入者需要能够使用较好的物流、优质的渠道来提供优质产品并使得产品快速销售，这些行业性困难，如果能够有效突破，就能使当前短保面包领导者优势能够持续领先且扩大。

表格 3. 桃李面包费用构成中，配送费用占比持续提升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
产品配送服务费用占销售费用比（%）	**43.3%**	**48.4%**	**55.7%**	**56.9%**	**58.2%**	**57.7%**
工资保险及福利费占销售费用比（%）	**32.5%**	**30.7%**	**26.6%**	**27.3%**	**25.9%**	**23.9%**
门店费用占销售费用比（%）	13.2%	8.8%	7.6%	7.4%	8.1%	10.9%
广告及宣传费用占销售费用比（%）	5.2%	5.8%	5.5%	4.2%	4.2%	3.9%
租赁费占销售费用比（%）	1.7%	2.0%	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%

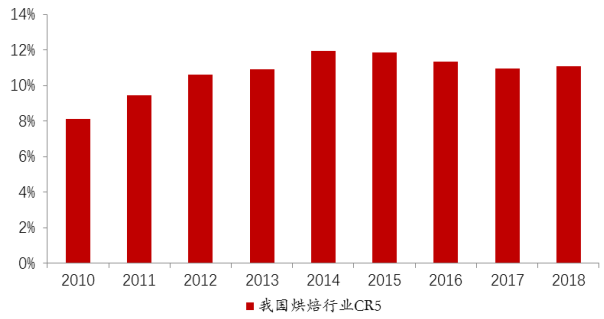
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
直接材料占成本比（%）	**66.5%**	**65.7%**	**66.3%**	**67.5%**	**67.9%**	**68.2%**
制造费用占成本比（%）	18.4%	18.7%	18.4%	17.8%	17.7%	17.3%
直接人工占成本比（%）	15.1%	15.6%	15.3%	14.7%	14.4%	14.5%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 4. 不同企业今年业绩差异情况

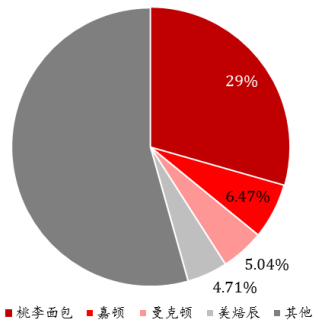
		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
克里斯汀	营收（亿）	15.12	17.12	17.15	17.56	15.9	10.64	9.27	8.06	6.65	5.52
	同比		13.23%	0.18%	2.39%	-9.45%	-33.08%	-12.88%	-13.05%	-17.49%	-16.99%
	净利（亿）	0.75	0.98	0.03	-0.56	-1.75	-1.66	-1.12	-1.59	-2.39	-2.24
	同比		30.67%	-96.94%	-1966.67%	212.50%	-5.14%	-32.53%	41.96%	50.31%	-6.28%
面包新语	营收（亿）	15.51	17.79	22.79	25.68	27.36	29.41	29.52	29.29	30.53	
	同比		14.70%	28.11%	12.68%	6.54%	7.49%	0.37%	-0.78%	4.23%	
	净利（亿）	1.06	0.93	1.14	1.17	1.25	0.71	0.55	1.07	0.76	
	同比		-12.26%	22.58%	2.63%	6.84%	-43.20%	-22.54%	94.55%	-28.97%	
85 度 C	营收（亿）	18.82	23.74	28.86	30.55	35	40.4	47.18	50.57	48.76	53.91
	同比		26.14%	21.57%	5.86%	14.57%	15.43%	16.78%	7.19%	-3.58%	10.56%
	净利（亿）	1.87	2.32	2.09	1.16	1.03	2.25	3.73	4.7	3.37	2.17
	同比		24.06%	-9.91%	-44.50%	-11.21%	118.45%	65.78%	26.01%	-28.30%	-35.61%
桃李面包	营收（亿）		11.96	15.28	17.58	20.58	25.63	33.05	40.8	48.33	56.44
	同比			27.76%	15.05%	17.06%	24.54%	28.95%	23.45%	18.46%	16.78%
	净利（亿）		1.46	2.15	2.55	2.73	3.47	4.36	5.13	6.42	6.83
	同比			47.26%	18.60%	7.06%	27.11%	25.65%	17.66%	25.15%	6.39%

图 9：烘焙行业集中度正在提升



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 10：2018 年短保行业市场集中度



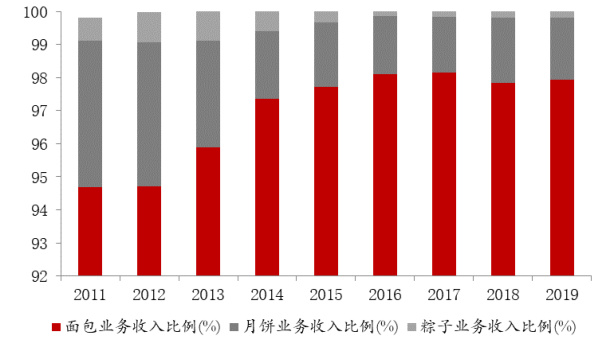
资料来源：欧睿，川财证券研究所

三、渠道优势不断扩大，短保领导者

3.1 主打高性价比面包产品

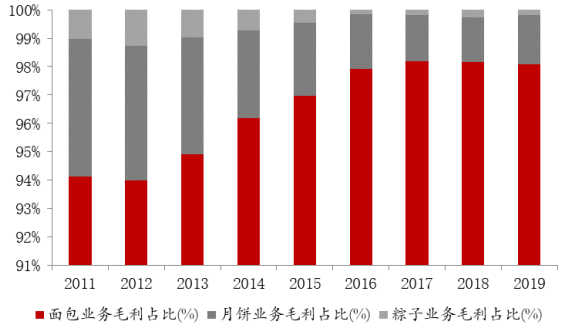
公司产品以面包为核心，糕点、月饼、粽子等节日性食品为主，目前公司面包产品拥有品拥有 3 大系列 30 余个品种，公司 2011-2019 年营业收入由 11.96 增长至 56.44 亿元，复合增长率为 21.4%，公司 2011-2019 年净利润由 1.46 增长至 6.83 亿元，复合增长率为 21.3%。

图 11：面包业务收入占比超 95%



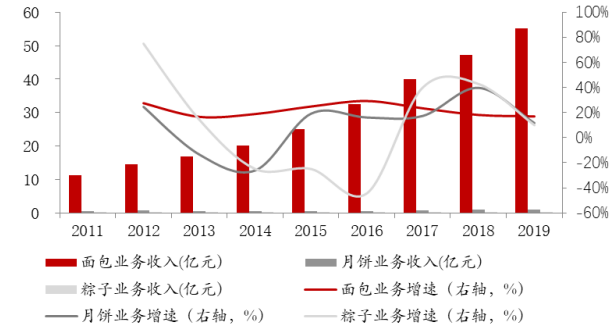
资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：面包业务毛利占比不断提升



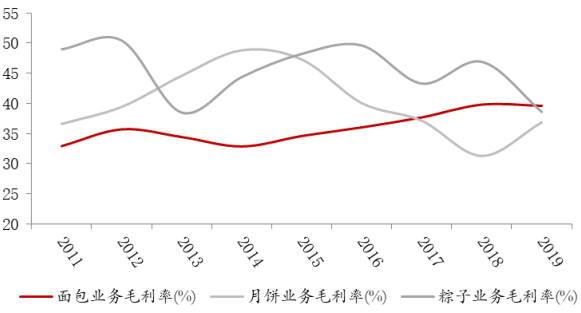
资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：面包业务收入增速较为平稳



资料来源：wind，川财证券研究所

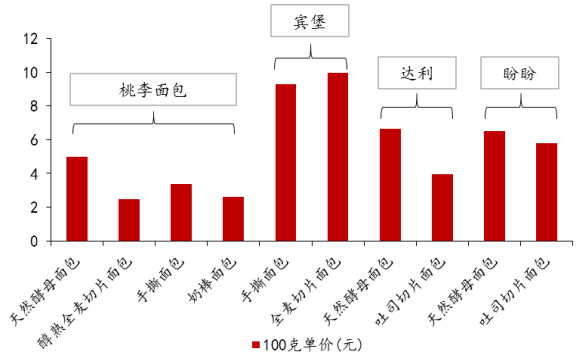
图 14：面包业务毛利率持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

公司主打高性价比路线，拥有两款 4 亿级别大单品。公司产品分为软式面包、起酥面包、调理面包三大类，包括天然酵母包、醇熟、奶棒、鸡蛋肉松包等产品，主要走高性价比大众路线，目前公司醇熟及酵母两款大单品收入已超 4 亿。

图 15：桃李面包产品性价比高



资料来源：公司网站，川财证券研究所

表格 5. 公司历年新品推出情况

年份	新品
2015	天然酵母、鸡蛋肉松等
2016	焙软吐司等
2017	蔓越莓核桃面包等
2018	豆小方起酥面包、脏脏包、紫米糯面包、爱豆的面包等
2019	蛋黄酥糕点、小倔面包、小天使面包、巧乐角面包等

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 工厂生产、物流以及销售角度下公司领先优势将持续扩大

目前公司主要模式为，先建工厂再做渠道，短保面包产品的打造很大程度上是由工厂、物流以及销售决定，桃李面包在这三方面都拥有较大领先优势，只有目前全国化明显的公司能够将这一模式很好的维持并扩大。从结果来看，目前各大面包企业中只有公司能做到高频率的日配，我们从工厂生产、物流以及销售三个角度进行分析公司，最终认为公司的领先优势将持续扩大。

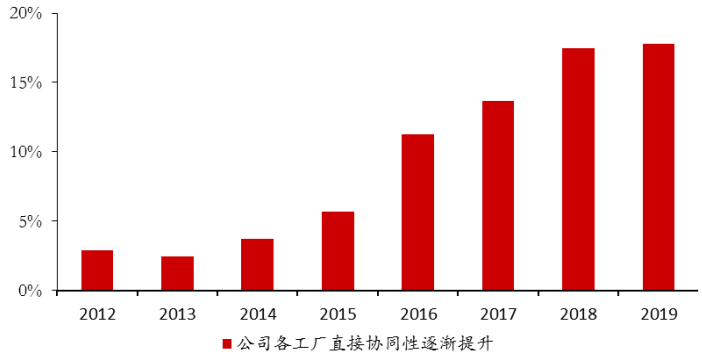
3.2.1 “中央工厂+批发”的协同性不断增强

公司不断在全国区域内建立生产基地，据招股说明书显示，公司产销率一直保持在 99.9%以上，产能利用率也一直在 95%以上，产销持续旺盛。截至 2019 年公司已在全国 18 个区域建立了生产基地。从成熟市场中我们可以看到美国、日本第一品牌宾堡和山崎都采用了中央工厂模式，公司也采用了该模式，在该模式下公司具有显著的规模经济优势，在面包的细分品类上，聚焦于少而精，不追求品种多，追求单品生产销售规模，大规模的生产可降低

公司的单位生产成本，直接销售给商超等终端，可大幅降低公司销售费用。

具体来看，公司采用“以销定产”的生产模式进行提前生产，根据市场需求灵活制定生产计划，保障退货率，避免大量成本浪费，主要采用中央工厂进行统一生产，工厂组织两班人员生产，同时在相近区域不同工厂之间，进行分工协作，例如北京和天津生产不同的面包，一辆车来回可以通过两个市场获得两种面包并且无空车情况。

图 16： 公司工厂协同性逐渐提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

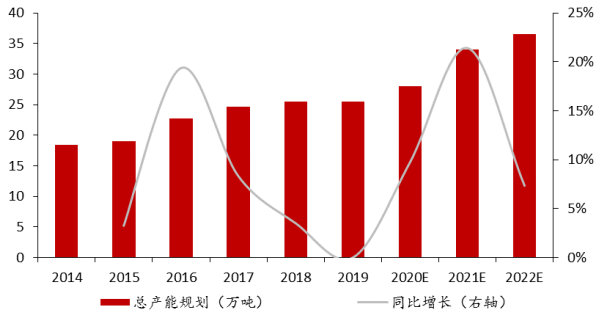
公司持续建设工厂，保障持续增长。公司持续推进全国生产基地的建设，2015 年公司上市募投沈阳、北京、哈尔滨、石家庄四大生产基地；2017 年定增募投武汉、重庆、西安地区生产基地；2019 年发行可转债募集资金，用于江苏、四川桃李、青岛、浙江生产基地。根据公司年报显示，从能够确定下来的工厂建设计划来看，我们预计 2020、2021、2022 年公司将逐年至少新增 2.5、6.0、2.5 万吨的产能，为公司全国化生产以及持续提高协同效应打下了坚实的基础。

图 17： 公司全国化初步建立



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 18： 公司总产能规划



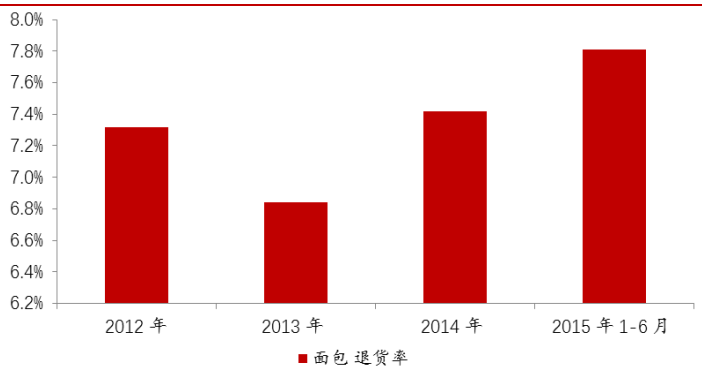
资料来源：公司公告，川财证券研究所

注：未包含没有确定建设、投产计划的生产基地

3.2.2 生产协同、高效物流不断提升毛利率

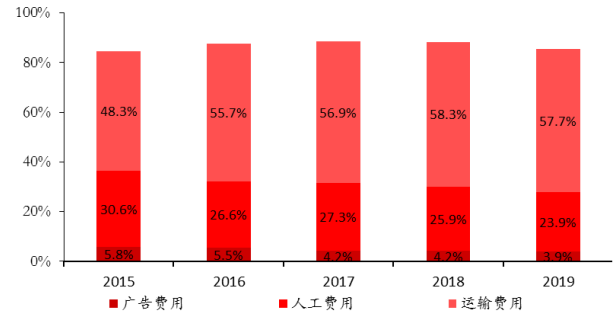
除了生产环节的全国化布局，专注生产少量品种以及协同化生产之外，公司在销售端将受到运输以及销售的考验，在达到销售端之前，拥有高效的物流运输系统是实现公司规模化的重要环节。随着公司在生产与销售方面的提升，公司配合优秀物流能够与公司生产与销售方面产生更大的协同，例如在配送上做到日配，对于生产端来说，日配能够使得公司进一步的掌握各个区域的销售情况，以方便公司制定计划生产，对于销售端来说日配亦能使得公司在销售方面做到及时销售避免造成过多损失，进而降低退货率，截止 2019 年根据市场调研公司成熟地区退货率持续保持稳健，预计在 6%左右，非成熟地区退货率较高，运输费用占公司销售费用的 57.7%，即便是对比成熟优秀的山崎面包，公司在物流运输方面优势依然是非常明显，受益于生产与物流效率的提高，桃李面包毛利率持续上升，毛利率由 2011 年的 32.85%提升至 2019 年的 39.57%。

图 19： 公司退货率较低



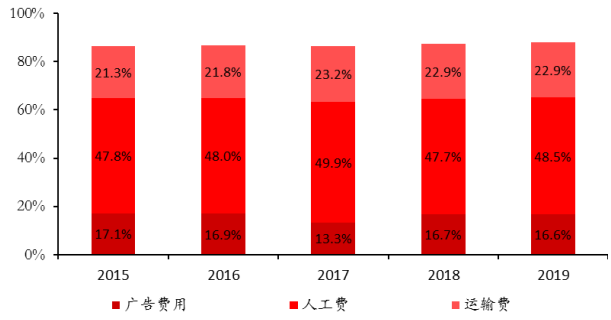
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 20： 桃李面包运输费用占比不断提升



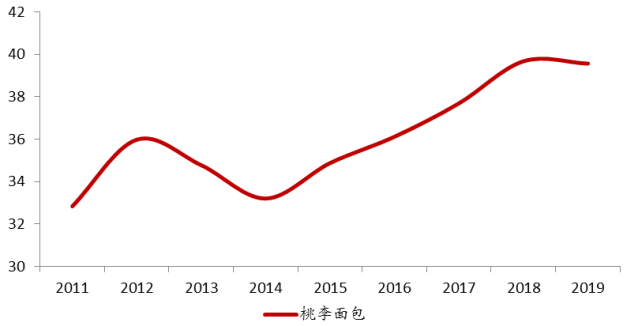
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 21： 山崎面包运输费占比并不高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22： 受益于生产与物流效率的提高，桃李面包毛利率持续上升

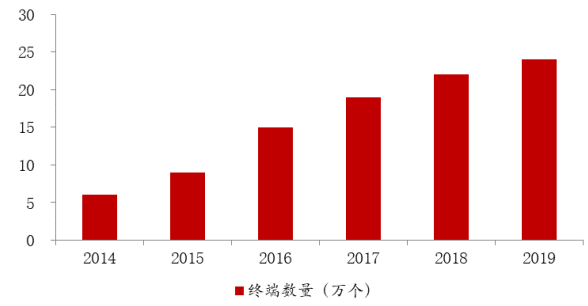


资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2.3 得益于生产、运输的协同，能够使得营销持续领先

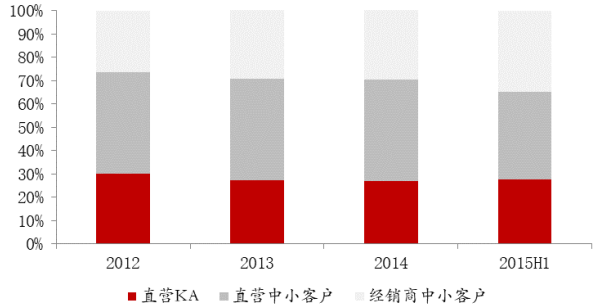
公司在成本端通过生产协同与高效物流能够有效降低成本，但最终需要通过公司的销售来支撑生产基地的建设以及高效物流的打造。公司销售模式以直营为主、经销为辅，由于桃李面包深耕本土市场，对本地终端情况更为了解，因此渠道下沉能力更强，中小客户占比更高，且合作客户粘性更高，终端分散度高也意味着公司在议价能力上较强。除此之外公司目前与许多大型商超如：永辉、华润万家、家乐福、沃尔玛、大润发等建立了稳定的合作关系，随着公司对南方市场的拓展，公司与该地区的知名连锁超市如：步步高、人人乐、新华都、佳世客、嘉荣超市等新建了良好的合作关系，这为公司加快全国市场的拓展奠定了良好的基础。

图 23： 桃李面包终端数量情况一览



资料来源：wind，川财证券研究所

图 24： 中小客户占比较大

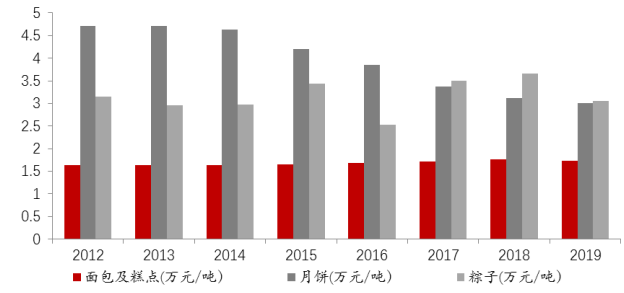


资料来源：wind，川财证券研究所

工厂协同以及高效物流能够使得公司拥有在不提价的情况下提高毛利率的巨大优势，同时与销售终端的高频接触使得公司在生产（即订单获取）、物流（即工厂间运输、工厂至门店运输）方面更易于降低成本，得益于这一点，

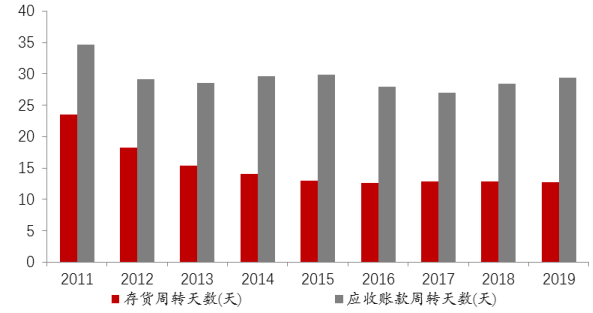
公司产品销售量持续提升，不断提升市场占有率，同时也使得公司整体业务协同效应持续加强。

图 25：桃李面包终端售价提升缓慢



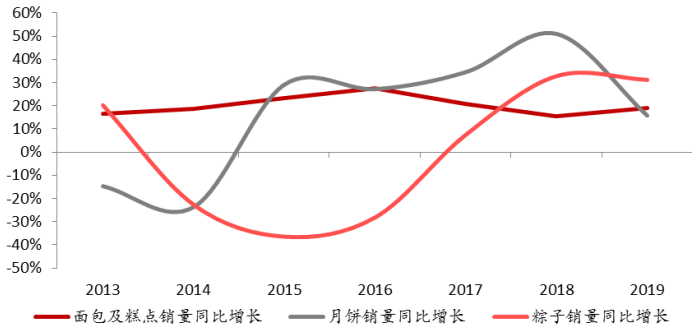
资料来源：wind，川财证券研究所

图 26：桃李面包周转天数不断缩短



资料来源：wind，川财证券研究所

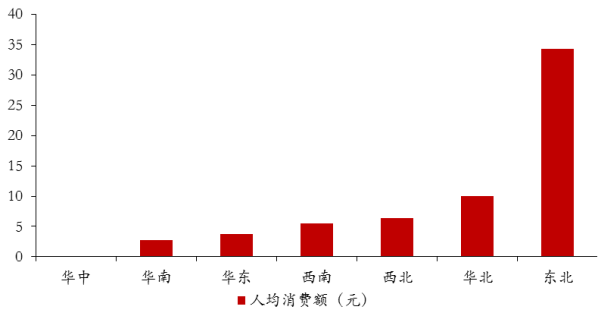
图 27：面包销售量快速增长



资料来源：wind，川财证券研究所

从未来成长角度看，仅公司目前各个区域市场仍尚未完全开发，皆具备较大市场成长空间，除东北市场之外的人均消费金额均不超过 15 元。

图 28：公司各区域市场仍具备较大成长空间

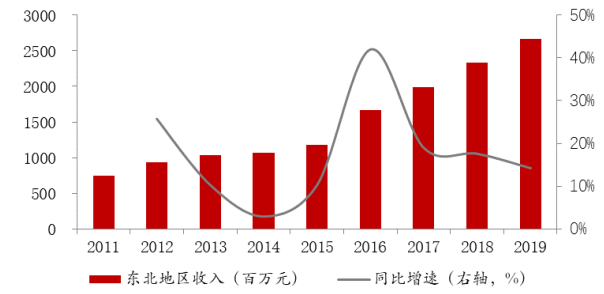


资料来源：wind，川财证券研究所

东北地区：基地市场

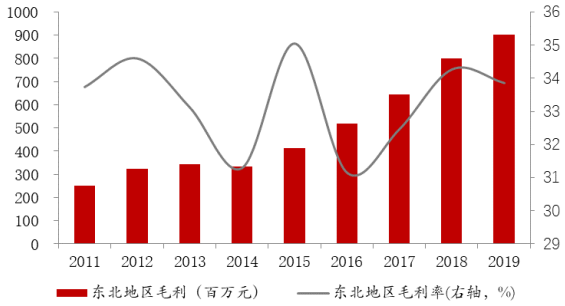
东北地区为桃李最早培育的市场，收入及利润均位居前列，为新区域扩张提供充足的现金流。未来公司在东北地区的增长点为：1）持续渠道下沉；2）公司早已开始在学校中普及短保面包，消费者基数将不断扩大；3）产能升级。

图 29：东北地区收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 30：东北地区毛利及毛利率

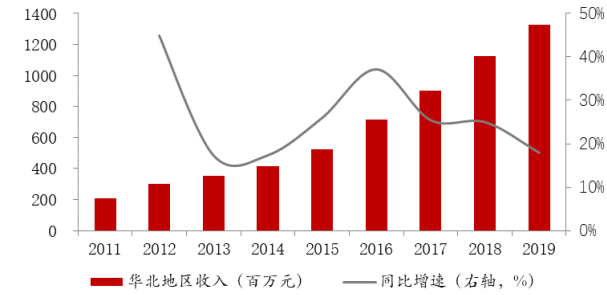


资料来源：wind，川财证券研究所

华北地区：规模最大的成长区域，成熟度将向东北地区靠拢

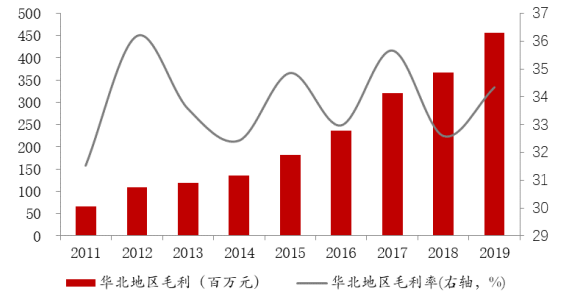
公司为规模最大的成长地区。从全国来看，华北市场消费短保面包习惯成熟度较高。未来公司利润增长点为：未来天津工厂产能利用率有望进一步提高并持续为盈利贡献增量，天津子公司将成为净利润提升的主要来源。

图 31：华北地区收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 32：华北地区毛利及毛利率

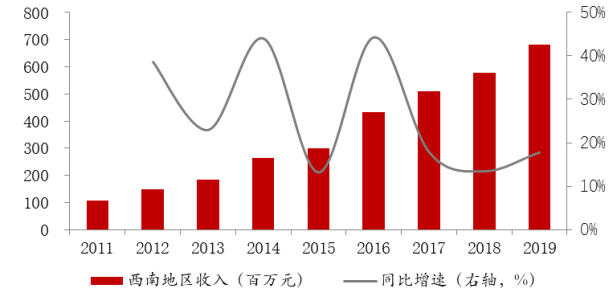


资料来源：wind，川财证券研究所

西南地区：最早进入的市场之一，未来产能落地有望提升战略地位

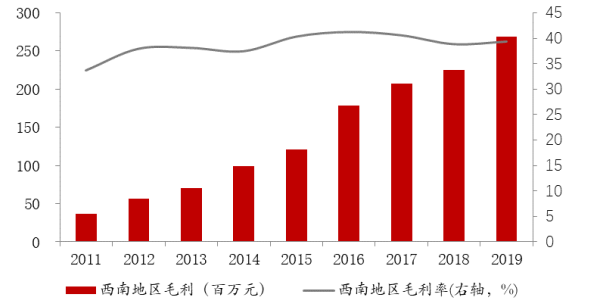
公司为最早进入的市场之一。渠道方面，截至 2018 年末，公司在西南地区建立了约 3.3 万个终端，为公司全国范围内销售网点最为密集的地区之一。随着产能压力的逐步缓解，未来公司将继续加快区县市渠道下沉。

图 33： 西南地区收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 34： 西南地区毛利及毛利率

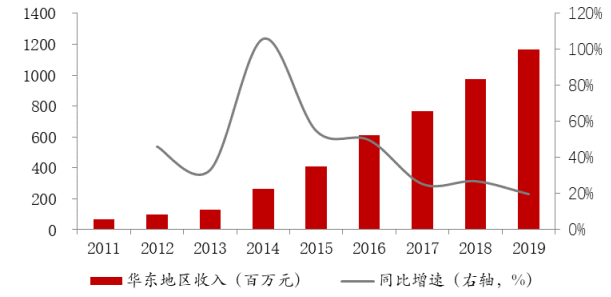


资料来源：wind，川财证券研究所

华东地区：为第三大区域市场

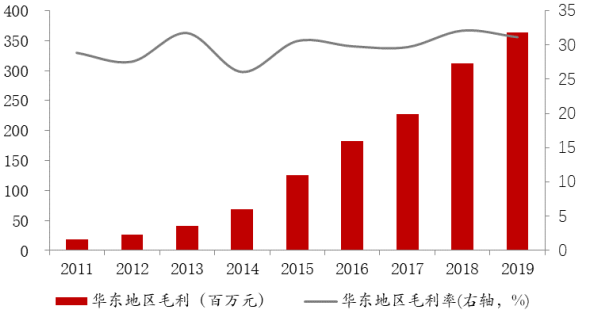
为第三大区域市场。华东市场进入时间较早且市场潜力巨大，现在为第三大区域市场。受上海地区业绩增速放缓影响，华东地区增速从 2017 年开始出现放缓态势，未来随着新增产能释放，华东地区盈利情况有望好转。

图 35： 华东地区收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 36： 华东地区毛利及毛利率

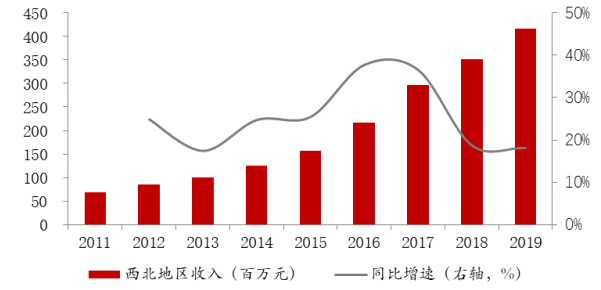


资料来源：wind，川财证券研究所

西北地区：盈利能力较强

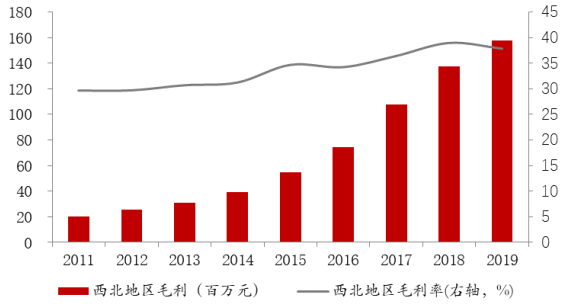
由于西北地区人均消费水平较其他地区低，整体规模目前仍偏小，但考虑到新开拓的宁夏市场及潜在甘肃市场，加之工厂产线改造升级，预计西北地区未来收入占比将持续提升。

图 37：西北地区收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 38：西北地区毛利及毛利率

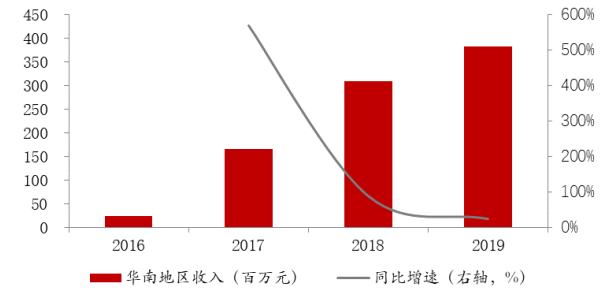


资料来源：wind，川财证券研究所

华南地区：为公司 2015 年上市后开拓的新市场，亏损幅度较大

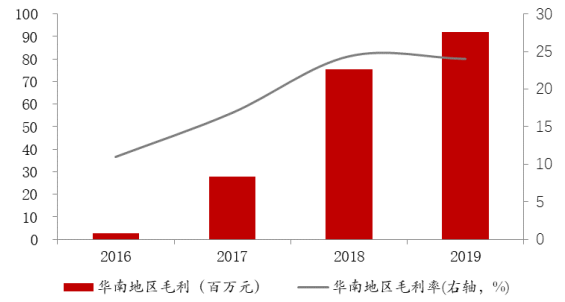
目前华南地区仍处于开拓期，2019 年华南地区实现营业收入 3.82 亿元，同比增长 23.6%，亏损幅度增加，毛利率较其他地区明显偏低。

图 39：华南地区收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 40：华南地区毛利及毛利率

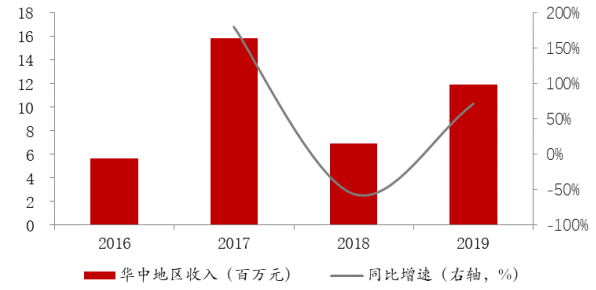


资料来源：wind，川财证券研究所

华中地区：最新开拓的市场，仍处于亏损状态

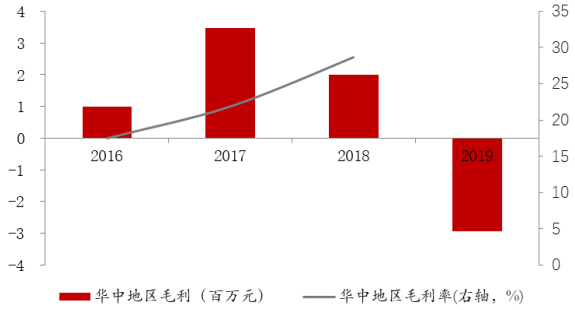
最新开拓的市场，仍处于亏损状态。华中市场为公司 2015 年上市后开拓的新市场，目前华中暂无已投产产能，公司目前已在建武汉工厂。由于华中地区为公司最新培育的地区，因此体量尚小。

图 41：华中地区收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 42：华中地区毛利润及毛利率



资料来源：wind，川财证券研究所

四、投资建议

疫情对公司业务短期将产生一定影响，但并不会影响公司优秀的成长性，公司在产业链上已经形成领先优势并成功打造出市场上最高性价比产品，且我们认为领先优势将持续扩大，公司将有能力在全国范围内持续拓展。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 65.48、75.91、87.27 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 8.68、9.76、12.03 亿元；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.48、1.83 元/股，对应 PE 分别为 41.82、37.21、30.19 X，首次覆盖给予增持评级。

表格 6.　可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2020/7/16	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	（元）	（亿元）	20E	21E	22E	20E	21E	22E
603866. SH	桃李面包	55. 1	363. 2	1. 3	1. 5	1. 8	41. 8	37. 2	30. 2
可比公司									
002557. SZ	洽洽食品	49. 0	248. 4	1. 5	1. 7	2. 0	33. 8	28. 4	24. 0
300783. SZ	三只松鼠	69. 5	278. 8	0. 8	1. 0	1. 4	92. 1	68. 4	51. 1
603345. SH	安井食品	130. 0	307. 2	1. 8	2. 5	3. 1	71. 9	52. 3	41. 3
603719. SH	良品铺子	76. 5	306. 8	1. 0	1. 3	1. 7	76. 3	58. 7	46. 2
3799. HK	达利食品	4. 7	643. 6	0. 3	0. 3	0. 3	16. 4	15. 1	14. 1
						平均值	*58. 1*	*44. 6*	*35. 4*

资料来源：wind，川财证券研究所

风险提示

宏观经济走弱；

工厂建设进度拖慢；

食品安全问题。

报表预测

利润表（亿元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4833.23	5643.71	6548.02	7591.27	8726.97
减:营业成本	2915.60	3410.41	3871.05	4475.43	5098.21
营业税金及附加	63.53	62.08	72.02	83.50	95.99
营业费用	998.76	1227.90	1309.60	1594.17	1789.03
管理费用	88.76	101.72	117.86	132.85	152.72
财务费用	-10.39	3.47	19.51	3.72	-13.42
资产减值损失	10.35	0.00	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	30.46	23.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-5.65	-14.94	0.00	0.00	0.00
营业利润	791.44	848.95	1157.97	1301.60	1604.44
加:其他非经营损益	0.38	10.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	791.82	859.59	1157.97	1301.60	1604.44
减:所得税	167.87	184.19	289.49	325.40	401.11
净利润	623.95	675.41	868.48	976.20	1203.33
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	623.95	675.41	868.48	976.20	1203.33

资产负债表（亿元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1336.85	1004.27	1573.80	2408.19	3097.02
应收和预付款项	474.24	541.02	608.46	723.95	807.00
存货	109.77	130.85	142.27	173.49	186.21
其他流动资产	31.80	872.38	872.38	872.38	872.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1416.98	1818.43	1569.04	1319.65	1070.25
无形资产和开发支出	275.99	343.92	305.99	268.06	230.13
其他非流动资产	138.62	345.49	317.99	290.50	290.50
资产总计	3784.26	5056.35	5389.93	6056.22	6553.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	362.81	470.94	389.35	588.97	511.01
长期借款	0.00	842.26	842.26	842.26	842.26
其他负债	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	362.83	1313.20	1231.61	1431.23	1353.26
股本	470.63	658.88	658.88	658.88	658.88
资本公积	1227.49	984.24	984.24	984.24	984.24
留存收益	1723.31	2100.03	2515.20	2981.87	3557.11
归属母公司股东权益	3421.43	3743.15	4158.32	4624.99	5200.24
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3421.43	3743.15	4158.32	4624.99	5200.24
负债和股东权益合计	3784.26	5056.35	5389.93	6056.22	6553.50

现金流量表（亿元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	803.53	888.11	1042.35	1347.65	1303.49
投资性现金净流量	-361.66	-1690.18	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-377.05	455.74	-472.82	-513.25	-614.66
现金流量净额	64.82	-346.33	569.53	834.40	688.83

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	39.68%	39.57%	40.88%	41.04%	41.58%
销售净利率	12.91%	11.97%	13.26%	12.86%	13.79%
ROE	18.24%	18.04%	20.89%	21.11%	23.14%
ROA	20.64%	17.06%	21.85%	21.55%	24.28%
成长能力					
销售收入增长率	18.47%	16.77%	16.02%	15.93%	14.96%
净利润增长率	22.74%	8.25%	28.59%	12.40%	23.27%
资本结构					
资产负债率	9.59%	25.97%	22.85%	23.63%	20.65%
流动比率	5.38	5.41	8.21	7.09	9.71
速动比率	4.99	3.87	6.32	5.79	8.18
经营效率					
总资产周转率	1.28	1.12	1.21	1.25	1.33
存货周转率	26.56	26.06	27.21	25.80	27.38
业绩和估值					
EPS	0.95	1.03	1.32	1.48	1.83
BPS	5.19	5.68	6.31	7.02	7.89
PE	58.22	53.78	41.82	37.21	30.19
PB	10.62	9.70	8.74	7.85	6.99

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857