

桃李面包加餐

一、企业分析

（一）、公司简介

桃李面包股份有限公司的前身是沈阳市桃李食品有限公司，成立于 1997 年 1 月 23 日。

公司主要经营面包及糕点、月饼，是一家致力于烘焙食品生产、加工、销售的综合性公司，其核心产品为桃李品牌的面包，目前拥有软式面包、起酥面包和调理面包三大系列面包。

除面包外，公司还少量生产月饼、粽子等主要针对传统节日开发的节日食品。

桃李主要产品

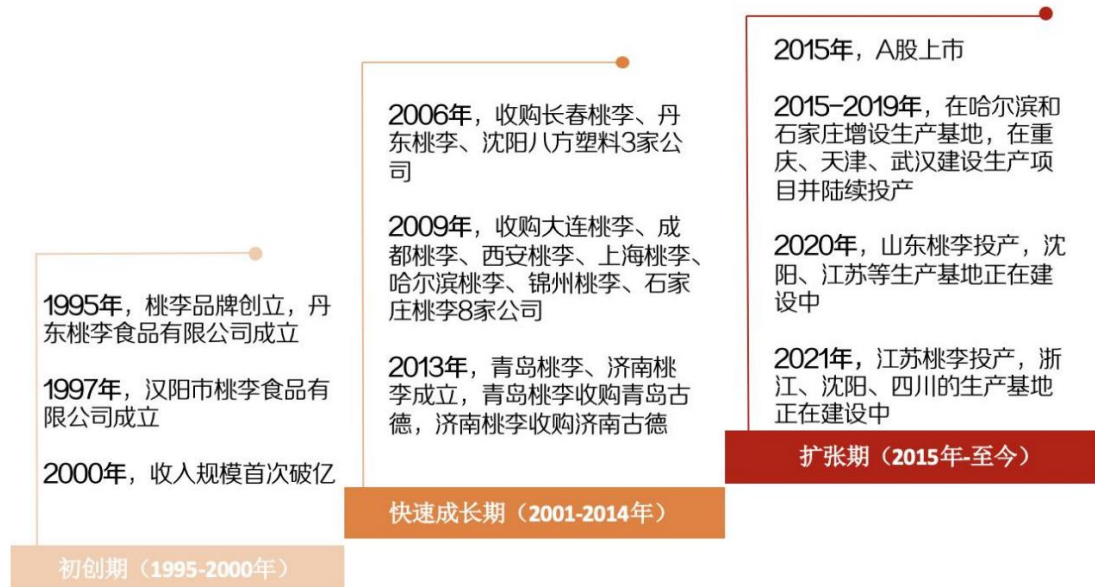


经过多年的耕耘和积累，公司核心产品面包及糕点所使用的桃李品牌已成长为跨区域的全国知名面包品牌。

根据我国消费者的特性及市场的需求，公司采用“中央工厂+批发”模式进行生产和销售，截至 2021 年 12 月 31 日，公司已在全国 20 个区域建立了生产基地。

（二）、发展历程

根据公司的历史沿革，可以划分为 3 个时期：



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

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

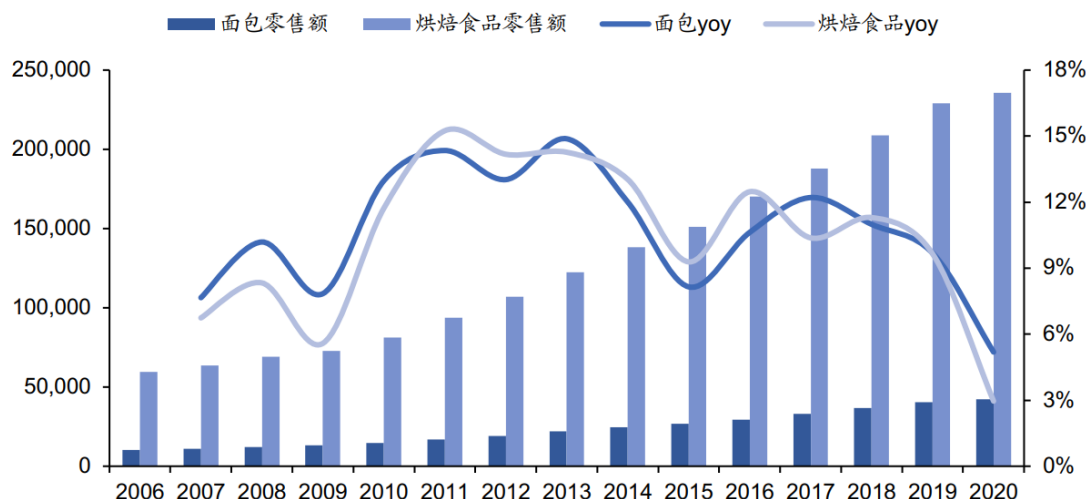
全国扩张期（2015-至今）：2015 年，在面包行业良好增长的背景下，公司的生产设备产能利用率已处于基本饱和状态，为满足公司业务快速发展，加快建设新的生产基地。其“中央工厂+批发”模式具有较强的异地复制性，公司通过 IPO、定增和可转债进行了三次募资，累计募资 23.6 亿，加速全国性扩张计划。

（三）、行业分析

1、行业发展空间

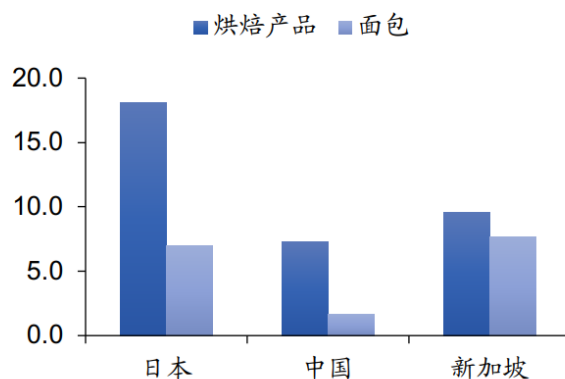
我国烘焙零售市场快速成长。烘焙食品以分类面包、蛋糕、糕点和甜点四类。

从规模来看，烘焙产品零售额接近 2,400 亿规模，其中面包零售额超过 400 亿元。从增速来看，烘焙整体及面包零售额常年均保持 10%以上增长。2020 年烘焙行业整体受到了一定的冲击，预计疫情稳定之后行业增速将回归到 10%左右。



我国烘焙人均消费偏低，市场规模还有很大增长空间。饮食习惯较为接近的日本，烘焙产品的人均消费量为 18.1 千克/人，新加坡 9.6 千克/人，我国仅 7.3 千克/人。具体至面包品类，我国年人均消费量更低，仅有 1.7 千克，而日本、新加坡均超过 7.0 千克。据此推算，我国面包市场规模约有 3 倍，对应 1,200 亿的提升空间。

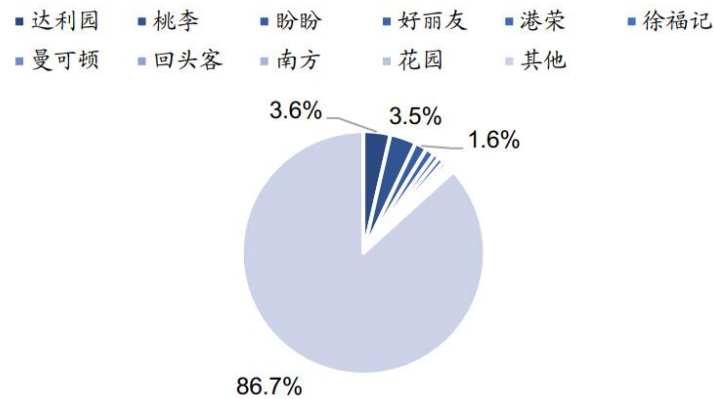
我国烘焙产品和面包年人均消费偏低（单位：千克/人）



2、行业竞争格局

由于行业准入门槛较低，烘焙行业比较分散，集中度提升缓慢。烘焙领先企业达利园、桃李和盼盼的市场份额分别为 3.6%、3.5%和 1.6%，CR3 仅 8.7%，CR10 也只有 13.3%。行业处于发展早期阶段，竞争格局尚未形成，龙头企业发展空间广阔。

我国烘焙市场份额较为分散



烘焙行业包括蛋糕、高点以及面包三个细分品类。在面包来这一细分品类，短保替代长保的是当前正在演进的趋势。新鲜、健康、可口、消费升级这些是驱动这一趋势的因素。在这一趋势下，长保生产商例如好丽友面临较大的压力，而以短保为主的桃李面包则顺应趋势。

从商业模式上看，国内市场采用“中央工厂+批发”模式进行生产经营的有“宾堡”等国外品牌和“桃李”等国内品牌，其主要通过商场超市等销售终端将产品投向市场，与同样以商场超市作为主要销售渠道的当地品牌竞争市场份额；采用连锁店模式的有“山崎面包”、“巴黎贝甜”等国外品牌和“克莉丝汀”、“好利来”、“味多美”等国内品牌，其通过现场制作并销售新鲜的面包食品，定位于中高端消费群体，与当地商业区经营多年的饼店竞争市场份额。无论哪种模式国内面包制造企业都呈现出两极分化的现象。

总体上，我国烘焙行业的集中度依然较低，产品竞争激烈且同质化现象严重。随着经济发展和人民物质生活水平的提高，人们对烘焙食品的品质要求也不断提升，食品安全、质量、营销、服务和管理等非价格因素在行业竞争中的作用将逐步体现，在发展过程中小型生产加工作坊将不断被淘汰，具备品牌知名度、规模效应的企业将得到持续发展，从而进一步扩大市场份额。

（四）、护城河

1、产品优势

桃李品牌自推出以来，一直在保证产品质量安全的前提下，不断开发出不同口味和不同种类的产品满足消费者不断变化的消费需求。公司先进的生产设备、精益求精的产

品工艺、严格的质控体系和措施，保证了公司不断生产出高品质的产品。

公司不断引进日本、欧洲等先进的生产设备，并结合公司自身经验进行一定程度上的改良，使其在生产过程中形成了自身独特的生产工艺，降低了次品率，提升了产品品质。

2、品牌优势

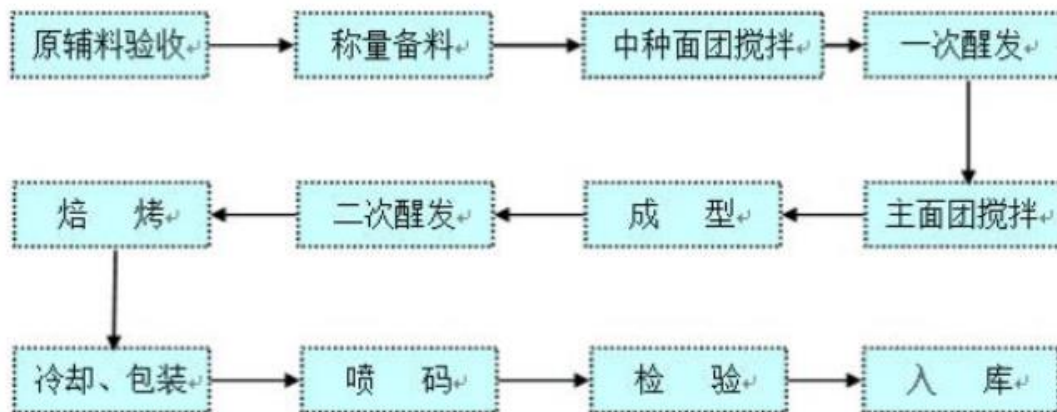
公司自成立伊始便紧紧围绕桃李品牌的定位、核心价值与特性，通过产品研发、销售终端形象、广告宣传、端午及中秋文化节等各种营销活动，不断提高桃李品牌的知名度、美誉度及消费者的忠诚度。同时，公司依靠“高性价比”的产品赢得了消费者的良好口碑，进一步提高了桃李品牌的美誉度，累积了大批忠实消费者。目前，桃李品牌已成为中国最具影响力、最受欢迎的面包品牌之一。

3、工艺优势

面包作为快速消费品，具有产品保质期短、消费者对产品新鲜度要求高的特点，公司对此主要采用“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。

月饼和粽子作为节日性的消费品，消费时段较为集中，公司采用阶段性的集中生产模式。月饼每年的生产周期约为 45-60 天，主要集中在中秋节前 1-2 个月。粽子每年的生产周期约为 35-45 天，主要集中在端午节前 1 个月-45 天。对于月饼和粽子，公司根据当年的销售情况，结合销售计划和经销商的订单，安排下一年度生产计划。在生产周期启动后，根据销售部门的后续订单数量的增加，生产部门会调整生产计划并完成排产和前期准备工作。根据下图可以看出，桃李面包的制作工艺比较复杂，也是有工艺优势护城河的。

主要产品面包的生产工艺流程:



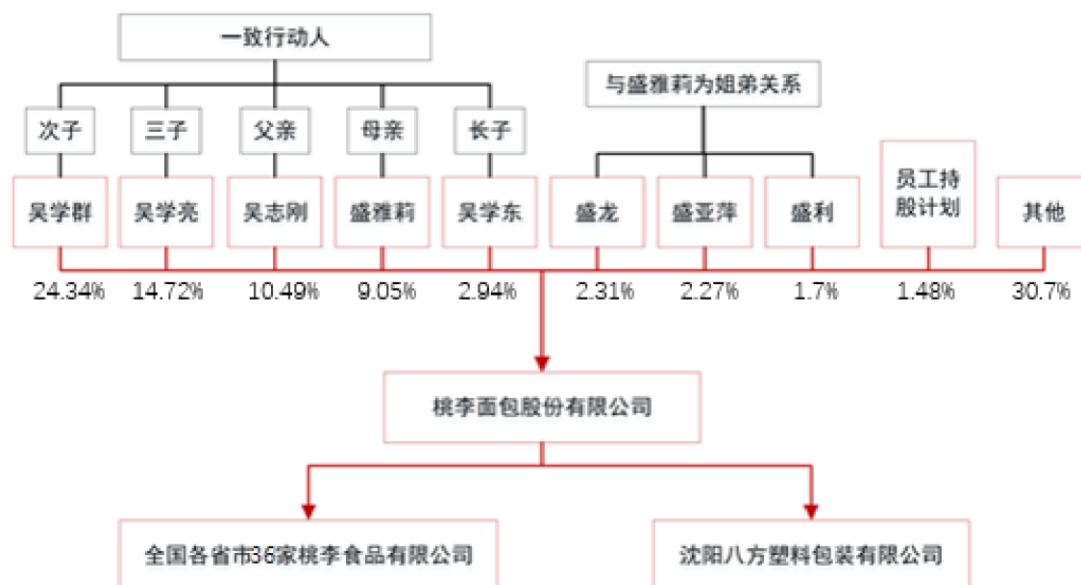
4、渠道优势

公司在多年的市场营销实践中，采用直营与经销相结合的销售模式进行渠道开拓。

另外，公司在与永辉、华润万家、沃尔玛、大润发等大型商超之间建立了稳定合作关系的同时，还与区域性知名连锁超市红旗连锁、物美、家家悦连锁、新天地连锁、比优特连锁等建立了良好的合作关系，这为公司加快市场的拓展奠定了良好的基础。公司将利用自身成熟的市场运营经验，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，强化公司的竞争优势。

（五）股权结构

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



二、财务报表分析

(一)、资产负债表分析

1、总资产

| 年度 | 总资产 | 同比增长率 |
|------|--------|--------|
| 2021 | 60.17亿 | 5.84% |
| 2020 | 56.85亿 | 9.62% |
| 2019 | 51.86亿 | 32.62% |
| 2018 | 39.11亿 | 10.89% |
| 2017 | 35.26亿 | 49.05% |

2017年至2021年，桃李面包的总资产整体是上升趋势，公司规模在不断扩大，不过近三年增速明显放缓，2021年仅同比增长5.84%，说明公司正进入稳定发展期阶段。

2、资产负债率

| 年度 | 负债 | 负债率 |
|------|--------|--------|
| 2021 | 10.82亿 | 17.98% |
| 2020 | 8.52亿 | 14.99% |
| 2019 | 14.43亿 | 27.82% |
| 2018 | 4.89亿 | 12.51% |
| 2017 | 3.71亿 | 10.51% |

| 年度 | 准货币资金与有息负债总额差额 | 货币资金减短期有息负债的差额 |
|------|----------------|----------------|
| 2021 | 6.63亿 | 1.12亿 |
| 2020 | 14.81亿 | 5.09亿 |
| 2019 | 5.13亿 | 10.78亿 |
| 2018 | 14.24亿 | 14.24亿 |
| 2017 | 13.60亿 | 13.60亿 |

桃李面包的资产负债率处于一个较低的水平，近5年均值为15.35%左右。2019年资产负债率增加，主要是公司于2019年9月20日至2025年9月19日公开发行1000万份可转换公司债券，每份面值100元，发行总额10.00亿元，债券期限为6年。由此可见，桃李面包整体债务风险是较低的。

与此同时，准货币资金与有息负债总差额、货币资金减短期有息负债的差额都大于零，说明短期还债风险并不大。

3、应收预付与应付预收

| 年度 | 应付预收 | 应收预付 | 差额 |
|------|-------|-------|--------|
| 2021 | 5.08亿 | 5.37亿 | -2939万 |
| 2020 | 4.02亿 | 5.17亿 | -1.15亿 |
| 2019 | 4.19亿 | 5.16亿 | -9704万 |
| 2018 | 3.20亿 | 4.51亿 | -1.32亿 |
| 2017 | 2.45亿 | 3.66亿 | -1.21亿 |

桃李面包近5年的【应付预收-应收预付】基本为负，企业被上下游无偿占用资金，主要是与公司的经营模式有关，桃李面包采用的是直营与经销相结合的销售模式，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；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。

在结算方面，公司对直营客户货款结算一般采用账期结算方式，账期结算方式是约定直营客户收到货物后一定时间内结算货款，公司的账期一般在 30-60 天。直营模式为公司主要收入来源，此模式下，公司的应收账款较多，但账期较短；对经销商则采用现款现货的模式。随着公司销售规模进一步扩大，收入增加，故应收账款、应付账款、产品配送服务费增加。

4、应收账款占比

| 年度 | 应收账款与合同资产之和 | 占比 |
|------|-------------|--------|
| 2021 | 5.07亿 | 8.43% |
| 2020 | 4.92亿 | 8.65% |
| 2019 | 4.93亿 | 9.50% |
| 2018 | 4.29亿 | 10.98% |
| 2017 | 3.32亿 | 9.43% |

桃李面包近 5 年的应收账款占比较低，低于 15%。根据桃李面包 2021 年年报，其 2021 年应收账款中，1 年以内（含 1 年）的应收账款占总金额的比例很高，说明应收账款质量比较高。同时结合应收账款占总资产比重小于 20%，说明这方面目前总体可控，风险不是非常大。

单位：元币种：人民币

| 账龄 | 期末账面余额 |
|------------|----------------|
| 1 年以内 | |
| 其中：1 年以内分项 | |
| 1 年以内小计 | 514,769,337.50 |
| 1 至 2 年 | 1,598,123.59 |
| 2 至 3 年 | 9,806,029.15 |
| 3 年以上 | 5,852,253.49 |
| 合计 | 532,025,743.73 |

5、固定资产占比

| 年度 | 固定资 产 | 在建工 程 | 工程物 资 | 占比 |
|------|----------|----------|----------|--------|
| 2021 | 22.36亿 | 11.63亿 | 0元 | 56.49% |
| 2020 | 17.94亿 | 6.11亿 | 0元 | 42.32% |
| 2019 | 15.45亿 | 2.74亿 | 0元 | 35.06% |
| 2018 | 12.77亿 | 1.40亿 | 0元 | 36.23% |
| 2017 | 11.04亿 | 1.60亿 | 0元 | 35.84% |

桃李面包固定资产占总资产比例在 35%-45%之间，总体说明，桃李面包已经属于重资产企业的边缘，但随着产能的上升，未来的营收规模应该也会有所提高。

6、投资类资产占比

| 年度 | 投资类资产 | 总资产 | 占比 |
|------|-------|--------|-------|
| 2021 | 0元 | 60.17亿 | 0.00% |
| 2020 | 0元 | 56.85亿 | 0.00% |
| 2019 | 0元 | 51.86亿 | 0.00% |
| 2018 | 0元 | 39.11亿 | 0.00% |
| 2017 | 0元 | 35.26亿 | 0.00% |

桃李面包 2017-2021 年没有投资类资产，说明公司非常专注主业。

7、商誉及存货占比

| 年度 | 应收账款占比 | 存货占比 | 商誉占比 |
|------|--------|-------|-------|
| 2021 | 8.43% | 2.87% | 0.00% |
| 2020 | 8.65% | 2.43% | 0.00% |
| 2019 | 9.50% | 2.52% | 0.00% |
| 2018 | 10.98% | 2.81% | 0.00% |
| 2017 | 9.43% | 2.78% | 0.00% |

桃李面包的商誉占比为 0，没有风险。近 5 年存货占比维持在 3% 以下，说明其存货没有存在积压的情况，产品收到市场欢迎，产能得到了充分利用，所以可以看到桃李面包的存货很少。其实这也和桃李面包的生产经营模式有关，由于短保面包保质期短，桃李面包是以销定产的，需要多少才会产多少，所以这里做到满产，基本可以说供不应求。

（二）、利润表分析

1、营收增长率及收入含“钱”量

| 年度 | 营业收入 | 增长率 | 营业收入含金量 |
|------|--------|--------|---------|
| 2021 | 63.35亿 | 6.24% | 110.74% |
| 2020 | 59.63亿 | 5.66% | 110.83% |
| 2019 | 56.44亿 | 16.77% | 110.48% |
| 2018 | 48.33亿 | 18.47% | 111.93% |
| 2017 | 40.80亿 | 23.42% | 113.76% |

从公司的成长能力来看，桃李面包 2017 至 2021 营收持续增长，不过同比增长速度有所放缓，已由 20% 以上下降至 5% 左右。但公司营收含金量依然稳定，始终保持在 110% 以上，质量很高。

2、毛利率

| 年度 | 毛利率 | 波动幅度 |
|------|--------|---------|
| 2021 | 26.28% | -12.31% |
| 2020 | 29.97% | -24.26% |
| 2019 | 39.57% | -0.26% |
| 2018 | 39.68% | 5.24% |
| 2017 | 37.70% | 4.35% |

桃李面包近 5 年毛利率均在 40% 以下，且有下滑趋势，说明产品竞争力存在一定不足。2021 年出现大幅下滑的原因主要是人力成本、促销费用、原材料价格上涨等原因。

报告期内，公司营业收入 633,538.17 万元，同比增长 6.24%；营业成本 467,026.27 万元，同比增长 11.84%，毛利率同比减少 3.69 个百分点，主要原因：①由于去年同期受国家阶段性社保减免政策影响，公司人力成本低于本期；②本期促销力度增大折让率高于去年同期；③原材料价格上涨导致生产成本增加。

3、费用率/毛利率

| 年度 | 期间费用率 | 期间费用率/毛利率 |
|------|--------|-----------|
| 2021 | 10.79% | 41.07% |
| 2020 | 11.03% | 36.80% |
| 2019 | 23.78% | 60.09% |
| 2018 | 22.62% | 57.01% |
| 2017 | 20.56% | 54.53% |

桃李面包费用率占毛利率的比例近 5 年的均值为 40%以上，说明有大量费用支出并缩减了公司利润空间，成本管控能力不算特别出色。

4、销售费用率

| 年度 | 销售费用 | 销售费用率 |
|------|--------|--------|
| 2021 | 5.52亿 | 8.71% |
| 2020 | 5.24亿 | 8.79% |
| 2019 | 12.28亿 | 21.76% |
| 2018 | 9.99亿 | 20.66% |
| 2017 | 7.57亿 | 18.55% |

近两年桃李面包销售费用率均小于 10%，说明产品比较容易销售，从指标上看，销售费用的增加也带来了营业收入的增加，说明销售策略是合理的。

5、主营利润率及主营业务质量

| 年度 | 主营利润率 | 主营利润/营业利润 |
|------|--------|-----------|
| 2021 | 14.39% | 94.00% |
| 2020 | 17.84% | 94.39% |
| 2019 | 14.69% | 96.09% |
| 2018 | 15.74% | 92.34% |
| 2017 | 15.82% | 98.90% |

桃李面包的主营利润率近5年均值在15%左右，而主营利润占营业利润的比例平均在90%以上，说明其利润额中大多都是主营业务产生的，其主营业务盈利能力不错。这样的利润结构是健康的，具有可持续性，利润的质量比较高。

6、净利润现金比率

| 年度 | 净利润现金比率 |
|------|---------|
| 2021 | 132.82% |
| 2020 | 124.75% |
| 2019 | 129.92% |
| 2018 | 125.08% |
| 2017 | 127.25% |

桃李面包连续5年的净利润现金含量都大于100%，这说明桃李面包的利润中都是实实在在的现金。桃李面包的利润质量非常高，符合我们的指标要求。

7、ROE 净资产收益率

| 年度 | ROE | 归母净利润增长率 |
|------|--------|----------|
| 2021 | 16.01% | -13.54% |
| 2020 | 21.98% | 29.19% |
| 2019 | 19.56% | 6.42% |
| 2018 | 19.71% | 25.11% |
| 2017 | 22.36% | 17.85% |

2017 年至 2020 年，桃李面包 ROE 保持在 20% 左右，非常不错。2021 年由于原材料等成本价格大幅上涨，使得公司利润受到影响，ROE 降低至 16.01%，不过依然可以接受。

（三）、现金流量表分析

| 年度 | 经营活动产生的现金流量净额 | 增长率 |
|------|---------------|--------|
| 2021 | 10.14 亿 | -7.95% |
| 2020 | 11.01 亿 | 24.05% |
| 2019 | 8.88 亿 | 10.53% |
| 2018 | 8.03 亿 | 22.98% |
| 2017 | 6.53 亿 | 25.73% |

在 2021 年之前，公司经营活动现金流净额稳步增长。2021 年由于社保减免、员工薪资支出等原因，使得数据出现一定下滑，但这不是因为主营业务造成的影响。

经营活动产生的现金流量净额变动原因说明：经营活动产生的现金流量净额同比下降 7.95%，主要是由于去年同期受社保减免的影响，支付给职工以及为职工支付的现金低于本期所致。

三、风险提示

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

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

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

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

四、估值与总结

（一）、合理估值

根据护城河和资产负债率，桃李面包的合理市盈率为 25 倍。我们对预测券商和结合合理价格均打 8 折，计算结果如下：

| | |
|---------------------------|---------|
| 5年前归母净利润 | 5.13 亿 |
| 近1年归母净利润 | 7.63 亿 |
| 3年后归母净利润复合增速 ^② | 14.44 % |
| 预测券商打折 | 80 % |
| 合理市盈率 | 25 |
| 给合理价格打折 | 80 % |

计算

清空

计算结果

| | |
|-----------------------|----------|
| 过去5年复合增长率 | 10.43 % |
| 3年后归母净利润 ^② | 10.28 亿元 |
| 归母净利润取小值 | 10.28 亿元 |
| 3年后合理股价 | 19.28 元 |
| 好价格 | 15.42 元 |

返回

特别说明：教学案例，不作为直接投资依据，不能保证投资收益。

（二）、总结

桃李面包总体成长性较强。随着人民生活水平的提高对物质需求的高标准严要求和健康消费、快节奏的生活方式，作为烘焙行业龙头，还有发展空间。

桃李面包的绝大部分利润都是由主业创造的，这样的利润结构是健康的，具有可持续性，“利润总额”与“净利润”的质量比较高。现金流充裕，经营状况良好，造血能力强。

桃李面包本身的资产负债结构合理，偿债风险小，现金流充裕。

桃李面包的净资产收益率在 15%以上，整体来说公司经营效益不错。

以上关于企业分析的内容，仅作为教学案例，帮助大家掌握投资技能，不作为投资建议！