

桃李面包 (603866.SH): 重剑无锋, 全国化扩张稳步推进

2020 年 05 月 15 日

强烈推荐/维持

桃李面包

公司报告

看行业，各路玩家入场烘焙市场蛋糕共同做大，龙头份额持续提升。烘焙行业起源于 80 年代，港台等外资企业为主，2010 年后高速发展，2009-2019 年 CAGR 达 12.3%，2019 年烘焙行业市场规模约为 2317 亿元，根据 Euromonitor 预计 2019-2024 年国内烘焙市场零售额 CAGR 达 12.5%，目前行业呈多元业态，各企业共同做大蛋糕。烘焙消费区域分化明显，烘焙企业华东及华中占 70%，以发达地区为主。行业分散待整合，个体商占 75%，CR5 为 11%。对标国际，2019 年饮食习惯相近的新加坡和日本分别为 17.9kg 和 22.3kg，而我国人均烘焙食品消费量为 7.8kg，尚存一倍空间，龙头规模目前尚仅国际巨头 1/10，未来量价齐升。

看商业模式，连锁店更考验单个企业运营，“中央工厂+批发”的中短保龙头护城河持续加深。烘焙商业模式主要分为开店的连锁模式与依托于第三方渠道长中短保销售模式。连锁模式区域色彩明显，业内上市企业属元祖最为稳健；克莉斯汀、面包新语近况不佳。依托于第三方渠道的销售模式，中保及短保市场发展较快，根据公开数据，19 年我国短保面包行业收入约为 170 亿，12-19 年 CAGR 为 18.96%，目前短保面包 CR3 为 40.67%，由于短保壁垒较高，桃李已构筑护城河，市占率达 29.41%，美焙辰也于 2018 年强势入局探索中。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,833.23	5,643.71	6,585.09	7,779.20	9,238.23
增长率 (%)	18.47%	16.77%	16.68%	18.13%	18.76%
归母净利润 (百万元)	642.15	683.36	913.26	1064.96	1274.12
增长率 (%)	26.57%	4.73%	34.51%	16.64%	19.75%
净资产收益率 (%)	18.77%	18.26%	20.46%	19.63%	19.56%
每股收益 (元)	1.36	1.04	1.39	1.61	1.93
PE	30.52	40.02	78.55	61.20	48.43
PB	5.71	7.31	7.03	6.51	5.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

桃李面包是国内面包行业知名企业，通过“中央工厂+批发”的经营模式，生产和销售桃李品牌的烘焙和节日食品。经过多年发展，公司的切片面包、迷你豆沙面包等深受消费者青睐，公司凭借其产品和渠道管控能力奠定了在市场中的优势地位。

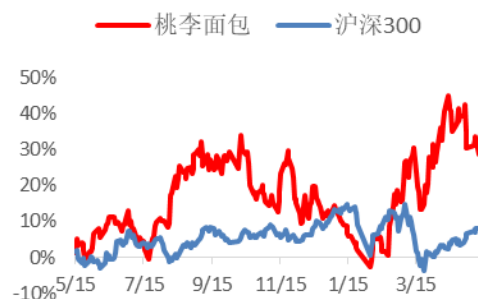
未来 3-6 个月重大事项提示:

2020-05-06: 股东大会召开

交易数据

52 周股价区间 (元)	34.50-55.55
总市值 (亿元)	333.72
流通市值 (亿元)	333.72
总股本/流通 A 股 (万股)	65887.7/65887.7
流通 B 股/H 股 (万股)	-
52 周日均换手率	0.37

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554088

zhangkailinmwz@163.com

执业证书编号:

S1480518070001

分析师：姜倩

010-66554008

S1480519020001

执业证书编号:

louqian@dxzq.net.cn

看企业，桃李深耕短保二十余载，护城河持续加宽。

- **从公司治理来看**，家族企业合计持股 75%，2017 年起五期员工持股计划利益绑定。聚焦短保，从东北做到全国，2019 年收入 56.44 亿，近 6 年 CAGR 达 21%，由于保质期原因，单个工厂的辐射范围为 100-200km，拓展全国市场需要不断在不同区域建厂。公司 5 年间 3 次募资共计约 23 亿元，进行全国产能布局建设。
- **从核心优势来看**，“品质+供应链”构筑壁垒。公司短保面包占收入 98%共 3 大系列，主力产品醇熟、奶棒等每年增长 10%+，新品不断研制贡献较快增速。渠道的供应链管控是关键，公司在优势区域的所有渠道及外埠省的 KA 渠道采取直营模式，销售人员直控终端；而在外埠非 KA 渠道采取经销模式，利用经销商资源扩展终端，2019 年公司直营渠道收入占比 64%，供应链能力强表现在每日配送效率高、退货率（7%）低、周转快。
- **从未来增长来看**，“产能释放+区域模式复制”，桃李持续全国化精耕。优势区域持续下沉，弱势区域通过建厂及销售来渗透市场，桃李也已验证其区域拓展的生产配合销售的“直营+经销”模式是成功且可复制的，公司目前区域东北占比 47%，华北 23%，华东 21%，三者合计 91%，总产能 2022 年预计 48 万吨，全国化布局持续推进。

盈利预测：预计公司 2020-2022 年的营收为 65.85/77.79/92.38 亿元，同比增长 16.58%/18.13%/18.76%，实现归母净利 9.13/10.65/12.74 亿元，同比增长 34.51%/16.64%/19.75%，对应 EPS 为 1.39/1.61/1.93 元，给予 2021 年 35 倍估值，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：宏观经济走弱、原材料价格上涨、生产进度拖慢、费用投放加大、食品安全问题

目 录

1. 看行业，各路玩家入场烘焙市场蛋糕共同做大，龙头份额持续提升	5
1.1 烘焙行业增速快，各路玩家竞相入场	5
1.2 区域分化明显，集中度不断提升	6
1.3 提升国内烘焙市场仍将量价齐升，龙头规模对标国际尚仅 1/10	8
2. 看商业模式，连锁店更考验单个企业运营，“中央工厂+批发”的中短保龙头护城河持续加深	9
2.1 连锁模式区域色彩明显，高投入强竞争粘性弱更看重单个企业运营能力	10
2.2 中保及短保面包符合健康化趋势，品质及渠道把控是核心	13
2.3 桃李宾堡达利（美焙辰）三大短保巨头差异化竞争，龙头壁垒持续加深	16
3. 桃李面包：短保龙头护城河持续加宽	20
3.1 聚焦短保二十余载，稳扎稳打做大全国市场	20
3.2 “品质+供应链”构筑核心壁垒	22
3.3 “产能释放+区域模式复制”，桃李持续全国化精耕	24
3.4 桃李面包盈利预测	25
4. 风险提示	26

插图目录

图 1：2010-2019 年我国烘焙行业市场规模	5
图 2：面包蛋糕占烘焙市场的份额超 61%	5
图 3：国内市场本土化品牌商崛起主导市场	6
图 4：烘焙行业规模以上企业 7 年 CAGR 为 12.5%	6
图 5：面包为主的西式早餐渗透率向传统早餐靠拢	6
图 6：外食早餐支出增速持续高于居家早餐支出	6
图 7：我国烘焙食品市场分布和企业分布情况	7
图 8：各地区人均糕点消费支出（元/人）	7
图 9：中国烘焙食品消费以非包装产品为主	7
图 10：历年中国烘焙产品人均消费量（KG/人）	8
图 11：各国品牌集中度情况	8
图 12：2011-2018 年我国烘焙市场 CR5	8
图 13：2019 年各国人均烘焙食品消费（kg/年）	9
图 14：海内外龙头企业 2018 年收入对比	9
图 15：国内行业发展现状与日本 60-80 年代相似	9
图 16：国内零售环境近似日本 60-80 年代	9
图 17：典型连锁店品牌收入变化	11
图 18：典型连锁店品牌门店数量变化	11
图 19：近年面包行业收入情况	13
图 20：我国面包行业集中度	13
图 21：2018 年各国人均面包消费量（kg/年）	13

图 22：近年人均面包消费量	13
图 23：近 2019 年短保面包收入 170 亿元	14
图 24：我 18 年市场集中度	14
图 25：国内休闲零食消费者对产品健康度有较高要求	15
图 26：短中保品牌商市占率不断提升	16
图 27：桃李二十年如一日深耕短保	17
图 28：短中保品牌商市占率不断提升	17
图 29：宾堡 2018 收购曼可顿	18
图 30：桃李以生产基地为中心向外辐射销售	19
图 31：美焙辰由明星代言造势	19
图 32：宾堡小熊 IP 形象	19
图 33：桃李以直营渠道为主（亿元）	20
图 34：桃李子孙公司遍布全国	20
图 35：桃李设立员工持股计划	21
图 36：公司发展阶段	21
图 37：桃李加大销售费用投放力度（亿元）	21
图 38：桃李营业收入稳中有进（亿元）	21
图 39：桃李以直营渠道为主（亿元）	23
图 40：公司分销渠道结构	23
图 41：公司销售人员数量及占比不断上升	23
图 42：桃李物流费用投入较大	23
图 43：2015-2018 年公司终端数量（单位：万个）	23
图 44：桃李供应链优势维持高存货周转率（%）	23
图 45：桃李产能扩张支撑收入高增长	24
图 46：桃李各区域产能增长情况（万吨）	24
图 47：桃李各区域收入情况（亿）	25
图 48：东北收入占比呈逐年下降趋势	25

表格目录

表 1：烘焙行业发展阶段	6
表 2：行业梯度分散	7
表 3：商业模式具体情况	10
表 4：连锁店模式的区域特征	11
表 5：不同企业近年业绩差异情况	12
表 6：单店盈利模型分析	12
表 7：面包细分品类（按保质期长度分）	14
表 8：面包行业各代表企业及产品情况	15
表 9：短保企业的区域特征	16
表 10：桃李面包、宾堡/曼可顿、达利美焙辰对比逻辑	16



表 11：各家产品种类情况.....18

表 12：桃李、宾堡/曼可顿、达利三家同质产品对比.....18

表 13：公司近 3 次募资及利用情况.....21

表 14：公司近 3 年的普通股股利分配方案或预案.....22

表 15：桃李新品迭出.....22

表 16：公司近年产能拓展和利用情况.....24

表 17：桃李未来产能计划.....25

1. 看行业, 各路玩家入场烘焙市场蛋糕共同做大, 龙头份额持续提升

1.1 烘焙行业增速快, 各路玩家竞相入场

烘焙行业千亿市场规模, 增速快。从我国烘焙行业市场规模来看, 2019 年烘焙行业的市场规模约为 2317 亿元, 2009-2019 年 CAGR 达 12.3%, 根据 Euromonitor 预计 2019-2024 年国内烘焙市场零售额 CAGR 达 12.5%, 同时, 烘焙食品可细分为面包、蛋糕和饼干, 2017 年面包的销费收入占比 17%, 蛋糕占比 44%。

图1: 2010-2019 年我国烘焙行业市场规模

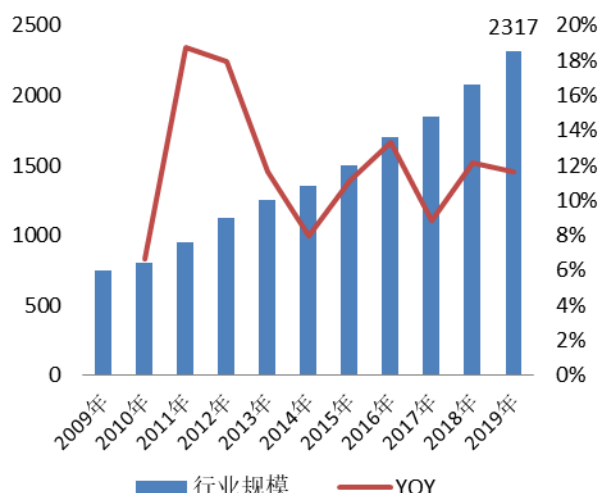
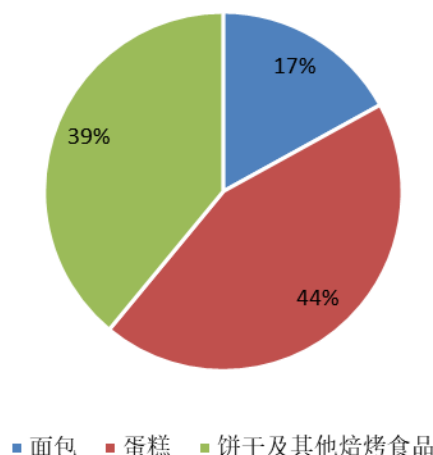


图2: 面包蛋糕占烘焙市场的份额超 61%



资料来源: Euromonitor、东兴证券研究所

资料来源: 产业研究网、东兴证券研究所

国内企业逐步主导市场, 行业进入创新阶段, 各路玩家竞相入场。截至目前, 我国烘焙行业发展可分为三个阶段:

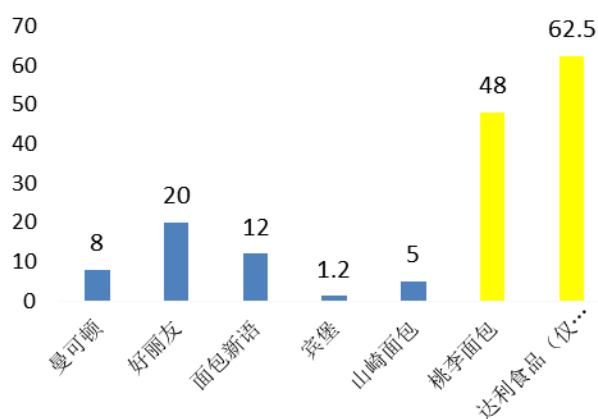
- **起步阶段:** 行业形成源于上世纪 80 年代, 首先从香港、台湾地区进入到中国市场, 最初的烘焙食品呈现家庭作坊、品牌单一、产品同质、渗透率低的特点; 到 90 年代初, 外资品牌凭借品牌和资本优势强势进入, 国际品牌在国内的市占率不断提升。
- **高速发展阶段:** 2011 年至 2016 年, 中国规模以上烘焙企业的营业收入总额从 1661 亿增至 3103 亿元, 人均烘焙食品销量也从 3.93KG/人增至 5.83KG/人。这一阶段本土企业逐渐主导市场, 据 Euromonitor 数据, 2018 年曼可顿、好丽友、面包新语、山崎面包、宾堡在中国地区烘焙食品营业收入分别约为 8 亿、20 亿、12 亿、1.2 亿、5 亿, 而本土品牌元祖食品、桃李面包 2016 年烘焙食品的收入已分别达到 15.92 亿、33.05 亿, 市场份额超大多外资品牌。
- **行业创新阶段:** 随着公司大量涌入烘焙行业分一杯羹, 17 年我国规模以上烘焙企业 (含糕点、面包制造、饼干及其他焙烤食品制造, 数量超过 1600 家, 销售增速稳定在 10% 左右。烘焙产业呈现多元化业态, 除了幸福西饼、贝思客等互联网蛋糕品牌纷纷在这期间兴起, 还有茶饮品牌如“喜茶”、“奈雪的茶”加入市场, 开始进入产品渠道营销全方位升级, 以及三只松鼠、盐津铺子等都开拓烘焙新品类, 且增速亮眼。

表1：烘焙行业发展阶段

阶段	驱动力	增速	代表企业
起步阶段（80年代-21世纪初）	国际品牌起点高、规模大、产品质量好、经营方式灵活，市占率不断提升。	--	曼可顿、好丽友、面包新语山崎面包、宾堡等
高速发展阶段（2008-2016年）	方便、快捷、美味、西化带动烘焙快速高增，90/00后人群习惯的转变，饮食场景多样化	16%	元祖、桃李、达利等
行业创新阶段（2016至今）	人均消费带动需求增长，受到消费者偏好以及电商和冷链物流技术的进步，呈现多元化业态。	12%	幸福西饼、21cake、喜茶、奈雪、三只松鼠、盐津铺子

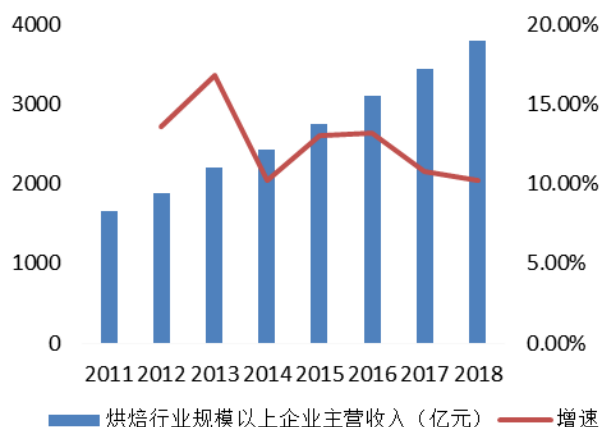
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

图3：国内市场本土化品牌商崛起主导市场



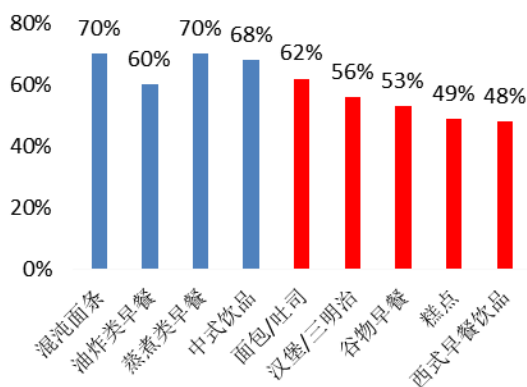
资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图4：烘焙行业规模以上企业7年CAGR为12.5%



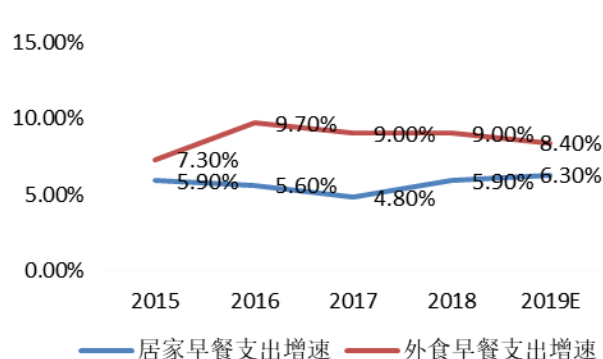
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

图5：面包为主的西式早餐渗透率向传统早餐靠拢



资料来源：英敏特、东兴证券研究所

图6：外食早餐支出增速持续高于居家早餐支出



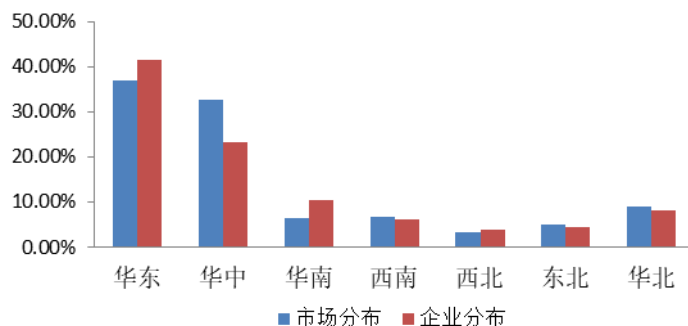
资料来源：英敏特、东兴证券研究所

1.2 区域分化明显，集中度不断提升

华东及华中烘焙消费占比高，经济发达地区西化程度高。据百度指数烘焙食品搜索量，搜索量随城市等级不同呈现差别分布，主要集中在北上广深、中部地区则以各省会；从区域市场规模来看，烘焙食品销售主要集中在华东、华中地区，两块区域占比接近70%；从企业分布来看，华东地区的烘焙食品企业数量最多，

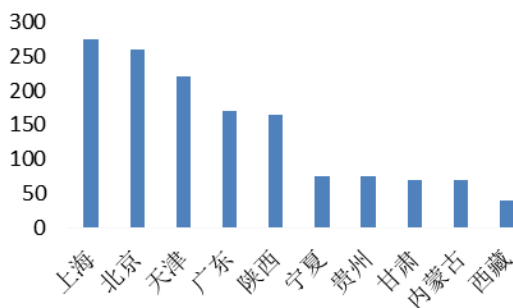
占比达到 41.45%，其次是华中地区，企业数量占比达到 23.14%。这主要受初期港台烘焙企业进入国内市场的销售区域布局及经济发展水平、居民消费习惯、冷链物流成熟度所致，经济发展水平高，且偏东部的地区，烘焙习惯较为成熟。

图7：我国烘焙食品市场分布和企业分布情况



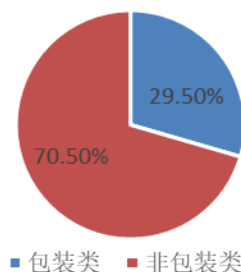
资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图8：各地区人均糕点消费支出（元/人）



资料来源：中国食品工业协会、东兴证券研究所

图9：中国烘焙食品消费以非包装产品为主



资料来源：wind、东兴证券研究所

行业分散，个体商占 75%，整合空间大。业内梯队明显，典型的梯队如桃李、达利等销售规模达 30 亿之上明显处于第一梯队位置，而第二梯队则是销售规模大约在 10 亿以上的品牌，主要有元祖、好利来等，第三梯队销售规模在 1-10 亿区间，主要有面包新语、米旗、安德鲁森、罗莎、味多美、仟吉西饼、皇冠蛋糕等区域特征明显的品牌。剩下的烘焙类年收入在 2000 万左右品牌数量最多，约有 1000 多家左右，行业整合空间大，整体来看烘焙行业竞争格局较为分散。目前中国烘焙市场上最为主要的还是个体商贩，占据了 75% 的市场份额。大量地方品牌及个体商户避开核心城市和核心商圈，以二三线城市为主，快速抢占当地市场，而区域性大型企业市场份额占比有限。

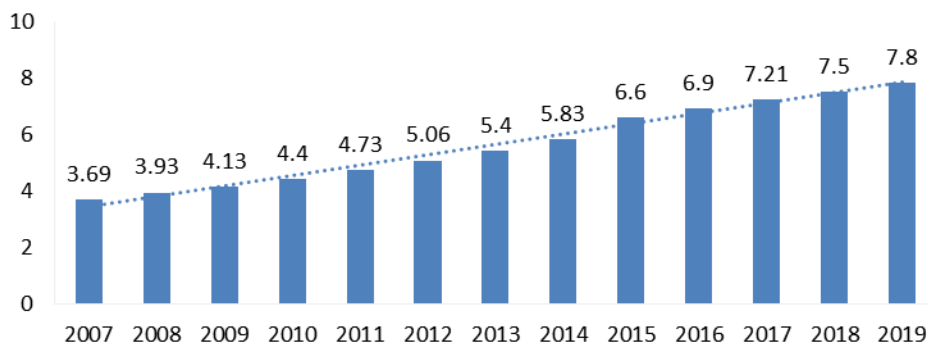
表2：行业梯度分散

体量	代表企业
销售规模 30 亿	桃李面包，达利
销售规模 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、东兴证券研究所

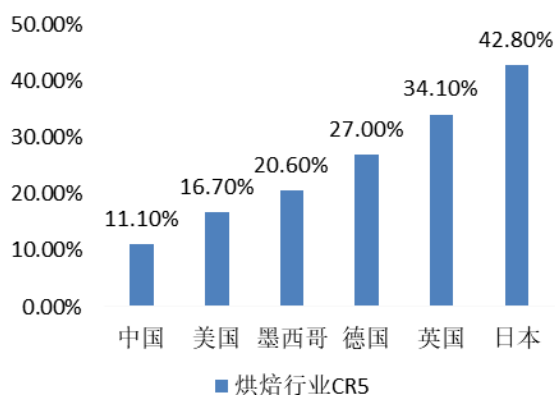
行业 CR5 约 11%，集中度不断提升。据 Euromonitor 数据统计，我国烘焙行业的 CR5 从 2010 年的 8.13% 快速提升至了 2018 年的 11.1%。但是对比成熟的海外市场来看，我国饮食结构相近且烘焙同样以零食属性为主的日本 CR5 已达 42.8%，即使是以烘焙为主食的美国、墨西哥、德国和英国，其烘焙行业 CR5 也分别高达 16.7%、20.6%、27%、34.1%。在消费升级背景下，未来我国烘焙行业品牌化集中趋势明确，行业集中度不断提升。

图10：历年中国烘焙产品人均消费量（KG/人）



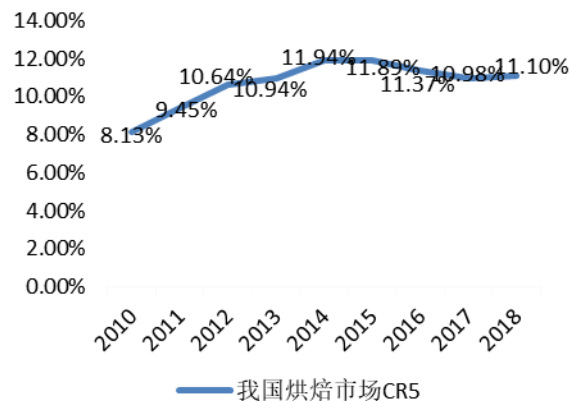
资料来源：中国食品工业协会、东兴证券研究所

图11：各国品牌集中度情况



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图12：2011-2018 年我国烘焙市场 CR5

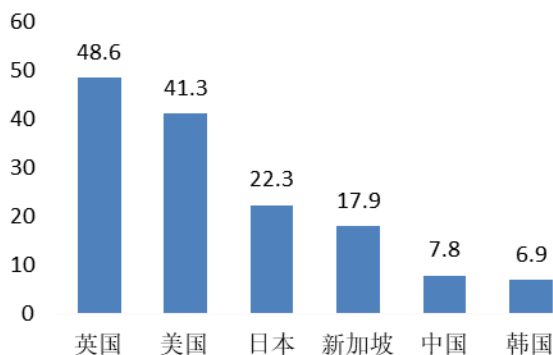


资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

1.3 提升国内烘焙市场仍将量价齐升，龙头规模对标国际尚仅 1/10

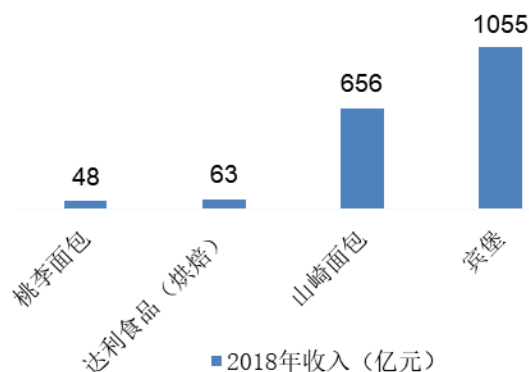
人均烘焙消费量至少一倍空间，龙头规模对标国际尚仅 1/10。从人均消费量来看，2019 年国内人均烘焙食品消费量为 7.8kg，饮食习惯相近的新加坡和日本分别为 17.9kg 和 22.3kg，以烘焙产品为主食的英国、美国则分别为 41.3kg 与 48.6kg。国内较日本、新加坡都有 2 倍甚至更高的提升空间，较英国和美国则分别还有 5-7 倍的成长空间，由于具体情况的差别，这个空间不具有实操性，但根据中国食品工业协会数据统计，2013-2019 年我国人均烘焙食品消费量 CAGR 达 6.7% 以上，我们可以预测 3 年内人均消费量可达到 9.47kg 左右。同时从行业龙头来看，我国烘焙行业长保的龙头达利食品和短保的龙头桃李面包，其烘焙产品的收入规模均不及百亿。而海外的龙头山崎面包 2018 年的营业收入为 656 亿元，宾堡 2018 年的营业收入为 1055 亿元，国内龙头企业在国内渗透率及海外业务发展方面都仍在提升。

图13: 2019 年各国人均烘焙食品消费 (kg/年)



资料来源: wind、东兴证券研究所

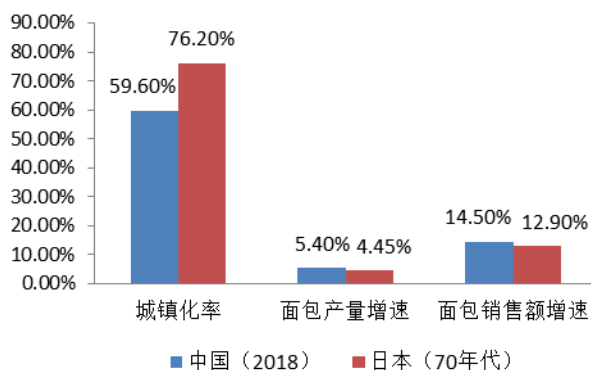
图14: 海内外龙头企业 2018 年收入对比



资料来源: wind、东兴证券研究所

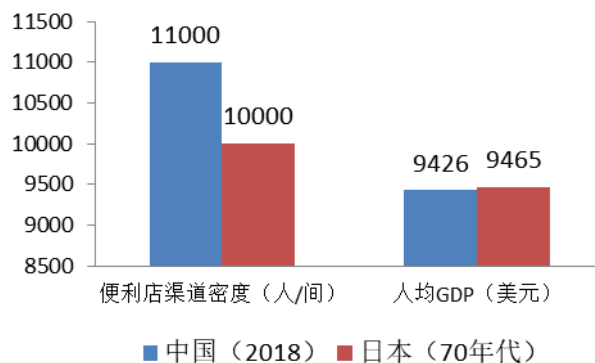
对标日本, 国内烘焙市场仍将量价齐升。由于相近的地理条件和文化渊源, 日本与我国饮食结构相似, 且烘焙食品同属舶来品, 经历了由海外引入逐步成为本土市场主流休闲食品的发展历程, 总的来看, 日本面包食品迅速普及, 从 1965 年的面包产量 864 千吨到 1980 年产量 1189 千吨, 从 1965 年白面包 98.3 日元/千克到 1980 年的 324 日元/千克, 增长幅度达到 229.6%, 而我国 2018 年面包产量的增速为 5.4%, 面包零售吨价从 2014 年 1.27 万元/吨增长至 2018 年的 1.6 万元/吨。从便利店密集情况来看, 1980 年日本便利店密度达 10070 人/间, 而我国便利店渠道密度 2018 年达 11438 人/间。60-80 年代, 日本宏观经济快速发展, 两人以上家庭平均月实际收入年复合增长率高达 11.3%, 至 70 年代末, 日本人均 GDP 突破 5000 美元。而我国目前人均 GDP 接近 10000 美元。

图15: 国内行业发展现状与日本 60-80 年代相似



资料来源: wind、东兴证券研究所

图16: 国内零售环境近似日本 60-80 年代



资料来源: wind、东兴证券研究所

2. 看商业模式, 连锁店更考验单个企业运营, “中央工厂+批发”的中短保龙头护城河持续加深

中国烘焙企业按其经营模式可分为连锁店模式以及“第三方渠道”模式两类。其中, 连锁店模式又可具体分为四类, “第三方渠道模式”按照保质期长短可分为三类。总的来看, 连锁店模式与“第三方渠道”模式有着本质上的差别:

- 从产品来看，连锁店模式产品以现场加工为主，风味感强，能为消费者提供优质的消费体验，满足消费者对产品质量、口感、新鲜度的要求；而“第三方”模式是统一、规模生产和配送的，主要定位于大众消费者，该模式下的烘焙食品具备性价比高、方便购买的优势。
- 从护城河维度，“连锁店”模式由于行业本身属性，消费者转移成本低，对产品粘性不大，再加上该模式对引流、营销、管理等多方面能力考验较大，对发展扩张有一定限制，不易产生规模效应，区域扩张难度较大等，护城河未能持续加宽。而“第三方”模式通过批量生产即健康营养、方便快捷的产品，并借助“第三方”渠道集中配送和销售，能发挥规模效应，易于形成可复制的标准模式，并扩展到全国。

表3：商业模式具体情况

模式	特征	营运模式	优劣	代表企业
连锁店模式	成品到店销售	城区周边设立中央工厂，制成成品；再用快速冷链运送至设立在中心城区的各门店直接销售		克里斯汀
	半成品程培+到店再制	部分产品先由中央工厂生产加工成各种冷冻面团或者半成品；然后配送至烘焙门店，经过现场加工装饰后销售给消费者	产品新鲜，保质期大多在2-5天，价格相对高端，店面精致，满足消费者个性化需求，人力、租金等成本限制其发展，具有区域性而不易扩张形成全国化复制的高密度布局，很难实现规模化经营。	85度C、面包新语
	前店后厂	加工和门店一体化，后厂制作之后，直接从前店销售		好利来
	纯线上模式（由中央工厂生产后，利用电商平台销售，再利用冷链物流配送）	通过自建商城、APP以及第三方综合性电商平台在线上获得订单后，企业再利用中央工厂的模式进行即时生产。之后，依托自建冷链物流，对产品进行包装和配送，最终到达消费者手中		幸福西饼、诺心蛋糕、21cake
“第三方渠道模式”	短保（夏4-7天 冬7-15天）	-	利用现有销售渠道，便于区域扩张和渠道下沉；对终端掌控能力有较高要求。	桃李、宾堡、曼可顿、美焙辰
	中保（30-60天）	-		港荣、三只松鼠、良品铺子、盐津铺子
	长保（6个月）	-		达利、盼盼

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

2.1 连锁模式区域色彩明显，高投入强竞争粘性弱更看重单个企业运营能力

连锁店模式多样，中高端消费满足个性化需求。该模式通过在城镇人口密集的商业区和居民区开设烘焙门店，提供可视化操作和专业化的现场装饰加工，产品新鲜、口感较好，且定价较高。采用烘焙连锁店模式的企业对于终端的管控能力较强，能够将自身的管理经验、营销策略等有效地传达至各个连锁门店。连锁门店主要表现为店面精致、产品新鲜，能为消费者提供良好的购物体验、管控终端能力强，因此容易形成品牌影响力，受到高端消费者的青睐。近年来，随着物流冷链技术和电商的发展，连锁店模式下新产生经营一体化的线上模式。此类模式实现了产品研发、生产、销售、配送一体化经营，定位精准、经营成本低、运营效率高，但对物流和冷链技术有较高要求，配送成本大，直营模式下，还是难以实现快速规模化，正因此，21cake在

15 年里只覆盖了北上广深等 8 家城市, 投产 4 家工厂。加盟模式, 则难以保证产品品质和品牌口碑。目前“中央工厂+电商+冷链物流”作为新型模式在烘焙行业占比仍然较小, 据 Euromonitor 数据显示, 2014 年烘焙产品线上销售额占整体销售额的 1.1%。

高成本制约扩张, 连锁模式具有区域性。连锁店模式由于租金、人工成本和管理费用较高, 产品保质期短, 对冷链物流要求高等因素, 对引流、营销、供应链管理等多方面能力考验较大, 对发展扩张也有一定限制, 不易产生规模效应, 因此, 整体盈利难度较大, 网点覆盖面也相对有限, 进一步导致连锁品牌具有一定区域性。其中, 经历高扩张的面包新语, 目前也退出河南、重庆、大连等城市, 主要面向华东、华南市场; 味多美开设区域主要集中在北京、上海等地; 好利来的市场范围也主要在华北、西南、东北地区。

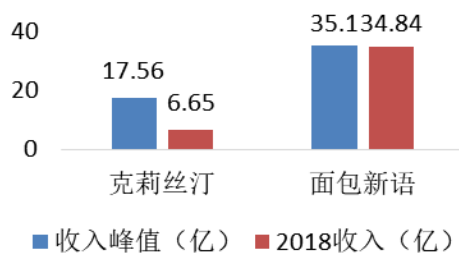
表4: 连锁店模式的区域特征

品牌	味多美	好利来	面包新语	85 度 C
经营方式	直营	直营	直营+城市代理	直营
门店数量	369	1000+	300+	382
主要市场范围	北京、上海、包头, 主要集中在华北地区	华北 (北京) 地区	集中在华东、华南市场	上海

资料来源: 各公司年报、公开资料整理、东兴证券研究所

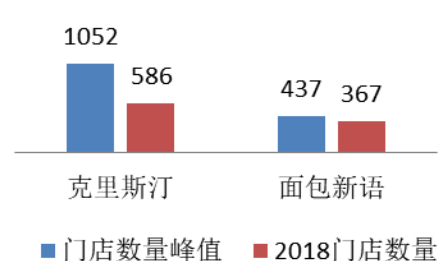
消费者转移成本低粘性弱, 面对竞争部分老式连锁品牌收入盈利双下滑。由于行业本身属性, 消费者转移成本低, 对产品粘性不大。同时国内面包单价和消费频次相对较低, 坪效和 ROE 相对较低, 对加盟商吸引力不足, 为了加强对品质和口碑的把控, 更多通过品牌直营店的模式扩张, 在快速扩张之后也已面临经营压力。从近 10 年各企业业绩表现来看, “连锁店”模式企业除了元祖食品之外, 大多出现亏损下行趋势, 以克莉丝汀和面包新语为例, 克莉丝汀早在 2013 年收入达到巅峰的 17.56 亿元后就开始持续下滑, 2018 年收入仅 6.65 亿元, 不到巅峰时期的一半, 伴随着收入下滑的同时是门店经营压力增大, 亏损甚至关店, 克莉丝汀门店数量已经由 2013 年底巅峰的 1052 家减少了到 2018 年底的 586 家。面包新语营业收入同样在 2015 年达到顶峰的 35.1 亿元之后也有所下滑, 2018 年收入为 34.84 亿元, 面包新语近年来也开始关闭部分经营不善的门店, 2017 年门店总数从高峰值 400 多家减至 300 多家, 多个二三线城市店铺关闭, 目前北京还剩 20 多家。

图17: 典型连锁店品牌收入变化



资料来源: Euromonitor、东兴证券研究所

图18: 典型连锁店品牌门店数量变化



资料来源: Euromonitor、东兴证券研究所

另外, 从面包新语单店模型出发, 连锁店模式前期投入较大, 盈利需要较高客单价保证, 进而对选址和消费者教育方面要求较高。在一线城市 100 平的加盟店, 房租每天 3000 元。繁华商业区一周客流量最多能达到 300-500 人。按照客单价 30 元来算, 加上卖卡 and 外卖, 该店月流水约为 34.4 万。因为有蛋糕和饮品, 按毛利 70%来计算, 减去房租 9 万, 人工 9 万 (按 15 人计算), 损耗折旧按照 0%-15%计算, 店铺属于微盈利状态, 净利率在 7%-10%左右, 并且投资回收期接近 3 年。

表5: 不同企业近年业绩差异情况

		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
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
	同比	22.19%	13.23%	0.18%	2.39%	-9.45%	-33.08%	-12.88%	-13.05%	-17.49%
	净利 (亿)	1.04	1.18	0.25	-0.48	-1.91	-1.48	-1.21	-1.29	-2.32
	同比	-23.67%	13.46%	-78.81%	-292.00%	-297.00%	22.51%	18.24%	-6.61%	-80.46%
面包新语	营收 (亿)	18.23	21.95	28.11	32.66	34.68	35.1	33	35.04	34.84
	同比	22.88%	20.41%	28.06%	16.19%	6.18%	1.21%	-5.98%	6.18%	-0.57%
	净利 (亿)	0.68	0.7	0.75	0.83	0.72	0.42	0.61	1.28	0.87
	同比	1.57%	2.94%	7.14%	10.67%	-13.25%	-41.67%	45.24%	109.84%	-32.03%
元祖	营收 (亿)	-	10.24	12.85	14.54	14.78	15.77	15.92	17.77	19.58
	同比	-	-	25.48%	13.13%	1.68%	6.69%	0.95%	11.62%	10.19%
	净利 (亿)	-	1.79	1.94	1.24	0.82	1.1	1.2	2.03	2.42
	同比	-	-	8.38%	-36.08%	-33.87%	34.15%	9.09%	69.17%	19.21%
85 度 C	营收 (亿)	18.82	23.74	28.86	30.55	35.00	40.4	47.18	50.57	48.76
	同比	32.85%	26.14%	21.57%	5.86%	14.57%	15.43%	16.78%	7.19%	-3.58%
	净利 (亿)	1.87	2.32	2.1	1.16	1.03	2.25	3.73	4.7	3.37
	同比	11.56%	24.06%	-9.48%	-44.76%	-11.21%	118.45%	65.78%	26.01%	-28.30%

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

表6: 单店盈利模型分析

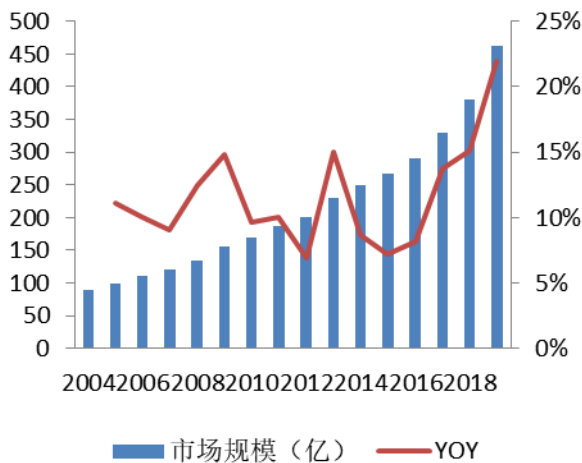
项目	金额	项目	金额
初始投资:		后期营业费/月:	
面积	100 平米	房租费用(万)	9.00
装修费 (万)	1.50	人员工资(万)	9.00
管理费 (万)	35.00	水电杂费(万)	0.5
10 年加盟费/特许经营费(万)	50.00	进货费/原料费(万)	10.32
经营设备费用(万)	25.00	营业成本(万)	28.82
广告宣传费(万)	1.00	盈利能力:	
开业费用(万)	0.50	月营业额(万)	34.40
流动资金(万)	10.00	毛利率	70%
总投资费用(万)	123.00	盈亏平衡销售额/月(万)	28.97
		毛利额(万)	24.08
		净利率	10%
		净利润(万)	3.44
		投资回收期(月)	33.6

资料来源: 公开资料整理、东兴证券研究所

2.2 中保及短保面包符合健康化趋势, 品质及渠道把控是核心

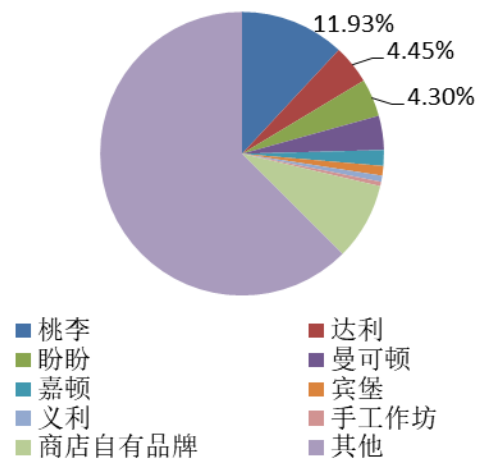
面包行业量价齐升, 集中度天花板较高。面包市场规模从 2004 年的 87.56 亿增长到 378.67 亿元, 年均复合增长达 11.03%, 19 年我国面包行业收入约为 463.4 亿元, 预计未来 3 年收入 CAGR10%+。从集中度看, 由于面包行业具有烘焙市场进入门槛较低的特点, 因此企业数量多, 格局较为分散, 19 年行业 CR3 仅为 20.72%, 其中龙头企业桃李面包收入 55.27 亿元, 市占率 11.93%, 排名第一, 第二三名达利和盼盼市占率分别为 4.45% 和 4.30%。从销量来看, 18 年我国人均面包年消费量为 1.7kg, 13-18 年 CAGR 为 3.6%, 随着饮食西化和饮食便捷化的趋势逐渐增强, 我国面包人均消费量持续提升, 预计未来 3 年面包行业销量复合增速将维持在 5% 左右。从均价来看, 15-18 年面包均价复合增速为 6.9%, 大众消费升级、产品结构升级和产品提价区间将推动面包行业均价提升, 预计未来 3 年面包行业均价 CAGR 仍能维持 5% 以上。

图19: 近年面包行业收入情况



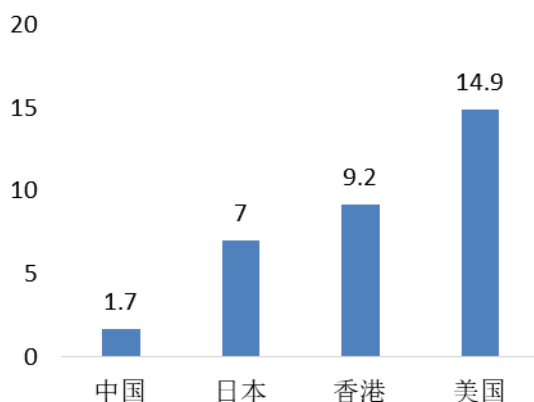
资料来源: 中商产业研究院、东兴证券研究所

图20: 我国面包行业集中度



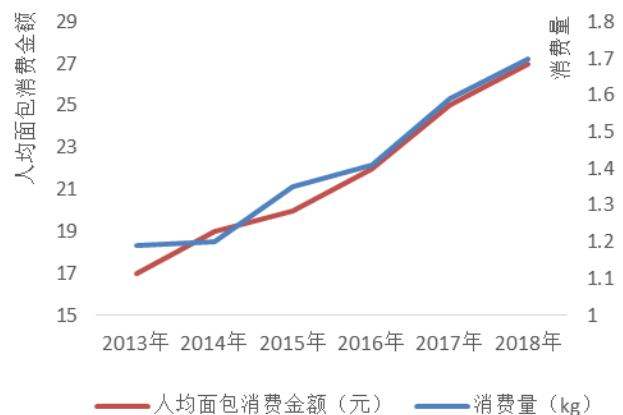
资料来源: 中商产业研究院、东兴证券研究所

图21: 2018 年各国人均面包消费量 (kg/年)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图22: 近年人均面包消费量

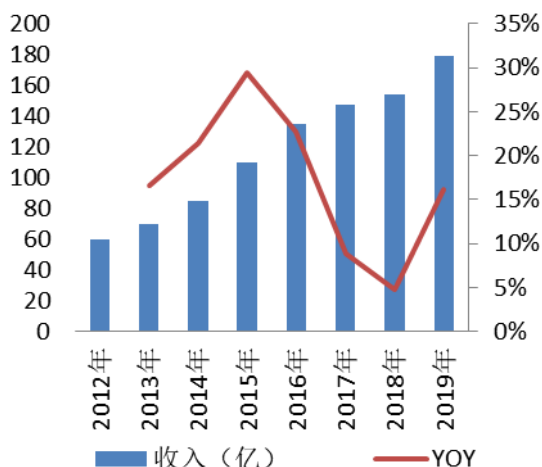


资料来源: wind、东兴证券研究所

短保市场增速快, 天然壁垒促进高集中度。根据公开数据, 19 年我国短保面包行业收入约为 170 亿, 12-19 年 CAGR 为 18.96%, 增速快于面包行业整体增速。而从短保面包行业集中度来看, 由于我国短保面包行业天

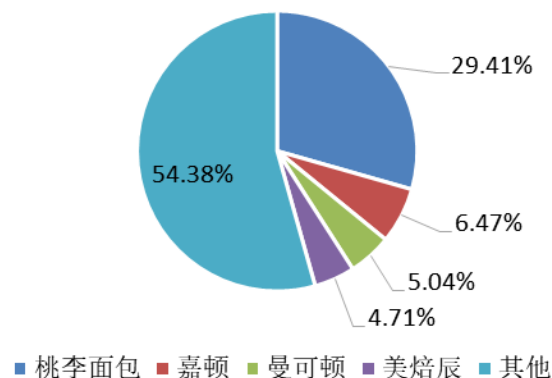
然壁垒高，参与玩家较少，短保面包 CR3 为 40.67%，其中桃李面包市占率 29.41%，远超行业第二三名嘉顿（6.47%）、曼可顿（5.04%）市占率。

图23：近 2019 年短保面包收入 170 亿元



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图24：我 18 年市场集中度



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

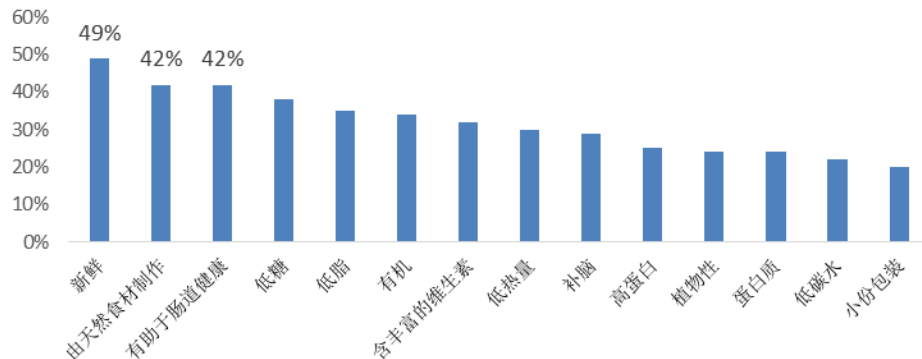
健康化、代餐化助力，中长保趋势随之转变。长保企业逐步转型。烘焙食品发展较早，孵化出达利园、盼盼等知名品牌，目前长保业已进入发展后期，行业增速放缓，2018 年国内长保烘焙龙头达利在长保产品增长陷入瓶颈之后也开始全力推广自己的短保品牌“美焙辰”，驱动公司烘焙业务重回增长轨道。2014 年以来，**中保食品在消费升级中景气高增**，其单品生命周期短、天花板相对较低，部分烘焙行业新老企业借助互联网营销、线上渠道发展等不断涌现，如港荣、小白心里软、三只松鼠等纷纷把握消费趋势，先后入局。据亿滋国际和 HarrisPoll 联合发布的全球零食消费趋势报告数据统计，国内已有近四分之三的消费者购买时将关注零食的健康化程度，其中产品的新鲜度、食材的天然性以及是否有助肠道健康分别列居消费者关注度的前三位。**中短保已在全国范围内扩张渗透**，烘焙食品口感新鲜且无（少）添加剂的特点正符合“健康化”趋势下消费者的需求，并且物流冷链技术的进步，便利店以及大型商超等现代化零售渠道的建立也使得短中保烘焙行业持续受益。从国内主要龙头厂商的市场份额变化可以看到，2014 年以来以桃李、港荣为代表的中短保烘焙厂商市场占有率持续提升，而长保烘焙厂商达利、好丽友、徐福记等市场占有率在持续下滑。

表7：面包细分品类（按保质期长度分）

产品	保质期	特点
短保	夏 4-7 天 冬 7-15 天	新鲜、健康、可口；核心终端多为便利店及烘焙连锁店，储存空间很小，需要频繁进货；易腐坏，辐射半径短，一般为 200-300 公里
中保	30-60 天	易运输储存；过期损耗成本小；可铺货至偏远地区；营养、新鲜度和口感上欠佳
长保	6 个月	

资料来源：公开数据整理、东兴证券研究所

图25：国内休闲零食消费者对产品健康度有较高要求



资料来源：亿滋国际和 HarrisPoll、东兴证券研究所

相较于中保面包（30-60 天）和长保面包（约 6 个月），短保类企业一般在早期便深耕配送链条，加强企业对终端渠道的直控，主要聚焦主食需求，迎合万亿早餐市场，渠道多分布于便利店及烘焙连锁店的短保面包为消费者省去了自制早餐的时间，满足年轻人与上班族的快节奏生活需要。短保面包有明显口味和新鲜程度上的优势，符合消费者对于食品健康、可口的要求；定价方面，普通中长保面包低于短保类，例如天猫超市中出售的盼盼法式小面包、达利园手撕面包价格较低，500g 定价分别为 9.63 元、11.8 元，而宾堡、曼可顿的短保面包的价格在 20 元以上。

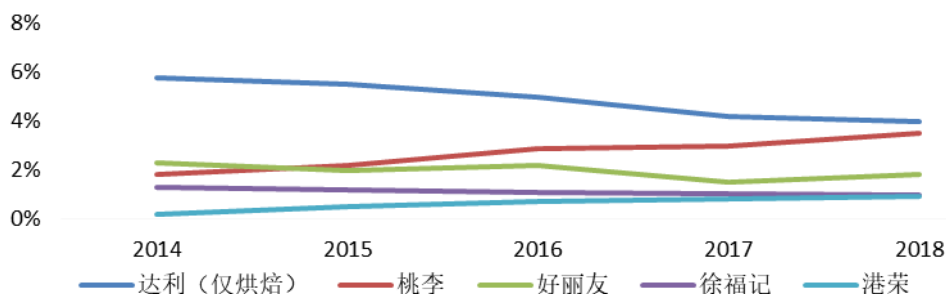
表8：面包行业各代表企业及产品情况

产品	代表品牌及产品	价格（以 500g 为单位）
短保	桃李手撕面包	20.8
	宾堡手撕切片面包	26.4
	曼可顿	21.6
	美焙辰	19.9
中保	港荣	19.4
	三只松鼠	14.9
	良品铺子手撕面包	13.8
长保	达利园法式小面包	11.8
	盼盼	9.63

资料来源：官方旗舰店数据整理、东兴证券研究所

巨头纷至沓来，集中度逐步提升。目前，国内市场聚焦短保产品的品牌主要有国外企业如宾堡、曼可顿等；本土企业主要有桃李、美焙辰等企业品牌；此外，部分新企业也发力短保行业，纷纷入行，达利推出美焙辰，三只松鼠、良品铺子等线上线下企业纷纷加强短中保市场布局。外资品牌宾堡和曼可顿分别于 2006 年、1995 年进入中国市场，由于中国市场广阔，渠道结构复杂，下沉难度大，整体产能布局有限，区域拓展不够，宾堡和曼可顿主要以北上深等一线城市市场为主，全国化布局停滞。2018H2 达利正式推出短保品牌美焙辰，经过 2019 年完整运营一年，美焙辰 KA 渠道占比相对较高，19 年将实现销售额 8 亿，二十年来在“中央工厂+批发”模式下，桃李以高性价比的产品推动收入持续快速增长，目前桃李已完成东北、华北地区的市场建设，正在向华东、华南、华中等地区不断拓展。

图26：短中保品牌商市占率不断提升



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

表9：短保企业的区域特征

品牌	桃李	美焙辰	宾堡	曼可顿
市场规模	56 亿	8 亿	1.2 亿	8 亿
入场时间	1995 年	2018 年 11 月	2006 年	1995 年
主要市场情况	在东北、华北、西南、华南等 15 个中心城市及周边地区的零售终端 23 万个，其中东北地区和华北地区较为成熟，收入分别占比 40% 和 20%	1 年内销售渠道拓展到全国，数月内便开拓终端 3 万多个	在华北市场较为强势，主要以北京等一线城市为主，全国化布局停滞，定位高端消费，渠道下沉不够	上海等一线城市较大，全国化布局停滞，定位高端消费，渠道下沉不够

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

聚焦品质和渠道管理，短保行业龙头行稳致远。短保对新鲜日配和渠道管控要求高，行业竞争壁垒更为明显，因此短保企业在品质保证的基础上需要具有更强的渠道和配送管控能力，一方面及时掌握终端需求，按需生产，从而有效控制退货率；另一方面高频配送、保障产品新鲜度，消化较高运输成本。

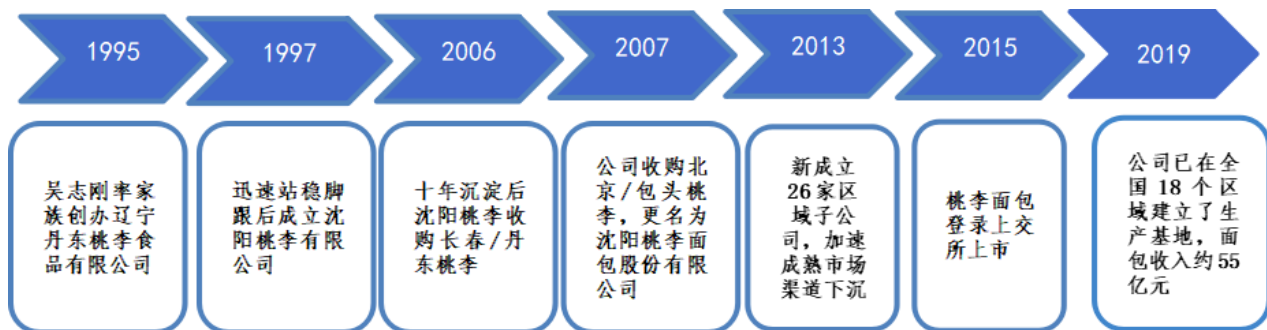
2.3 桃李宾堡达利（美焙辰）三大短保巨头差异化竞争，龙头壁垒持续加深

表10：桃李面包、宾堡/曼可顿、达利美焙辰对比逻辑

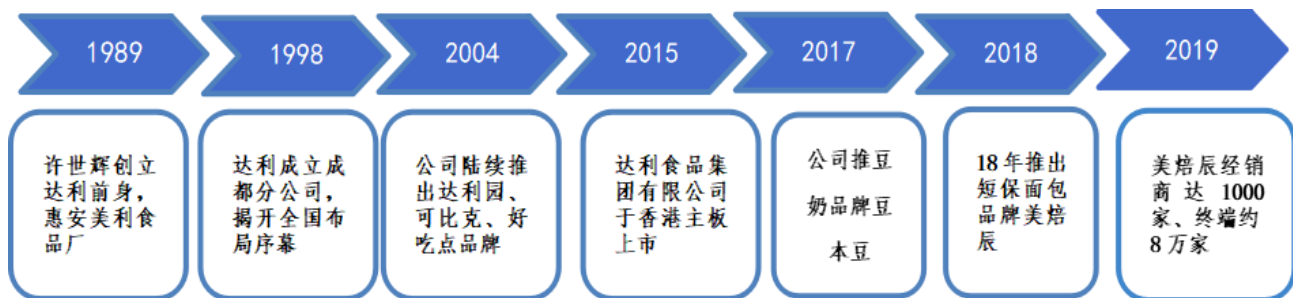
对比点	桃李	宾堡/曼可顿	达利	结论
产品	原有明星产品稳扎稳打，积极研发新品迭代上新	不同系列分别定位高中低端市场，合并拓展产品种类	美焙辰定位早餐替代，以低价同质产品入局抢占市场	桃李面包凭品牌效应积累高销量；宾堡产品种类丰富，美焙辰价格优势略显
渠道	直营为主经销为辅，18 个中央工厂，24 万零售终端遍布全国	区域市场拓展停滞，渠道下沉不易	渗透原有渠道，开发新网点，目前 8 万家零售终端	桃李原有渠道扎实稳固；宾堡渠道布局困难；达利布局广度深度提升空间大，加速渠道铺货易，深谙区域市场难
供应链	“中央工厂+批发”模式成熟，日配比例及退货率显著优于行业水平	采用“中央工厂+批发”模式，拟通过收购完善供应链体系	退货率已降至行业平均水平，日配比例提升需要时间	桃李供应链优势强化短保壁垒，短期上供应效率难逢敌手；宾堡收购曼可顿后供应链体系期待进一步完善；达利供应链效率未得到有力证明，未来提升日配比例降低退货率是关键

资料来源：公司年报、公司公开资料整理、东兴证券研究所

短保巨头历史久, 各家有各谱。桃李深耕短保二十年, 坚持管理方式。1995 年公司创始人吴志刚退休后成立丹东桃李, 进军东北面包市场; 2006 年带领公司布局全国, 始创并坚持“中央工厂+批发”的运营模式和以直营为主, 经销为辅的销售方针; 目前, 桃李已成长为中国短保面包行业的绝对龙头, 2019 年面包收入约 55 亿元。**达利践行多品类战略, 定位零食巨头,**1989 年成立于福建, 从 2002 年推出品牌“达利园”之后, 凭借敏锐的嗅觉发现增量市场, 并通过产品模仿及价格优势迅速扩大市场份额, 陆续上市的“可比克”、“乐虎”等销售水平也位于各自领域前列, 2019 年达利家庭消费/休闲食品/即饮饮料收入 26.57/101.54/71.42 亿元。达利于 2018 年 11 月推出短保面包系列“美焙辰”, 宣告进军短保面包市场, 2019 年底美焙辰经销商数量达 1000 家、覆盖终端约 8 万家, 全年美焙辰营收约 8 亿元。公司表示美焙辰短期目标为 2020 年收入突破 16 亿、经销商突破 2000 家、覆盖零售终端超 16 万家, 中长期目标为 2025 年实现达利园/乐虎/美焙辰/豆本豆均突破百亿收入。**宾堡进入中国市场数 10 年, 奉行一贯策略, 通过收购北京曼可顿等 4 家公司提升其行业地位。**2007 年 3 月, 宾堡(北京)食品有限公司正式整理, 进入中国市场以来, 宾堡在中国的业务并不突出, 2014 年仅以 1/3 的产能运转, 市场也主要集中在京津冀地区, 全国化布局停滞。在行业不断发展的机遇期, 2018 年宾堡收购曼可顿 4 家公司 100% 股权, 全面接手曼可顿在华业务, 提升市场份额的同时, 也进一步补充并增强宾堡现有的产品组合、分销网络以及开拓餐饮渠道。据 Euromonitor 数据, 2018 年曼可顿、宾堡在中国地区烘焙食品营业收入分别约为 8 亿、5 亿, 宾堡中国的市场份额有明显提升。

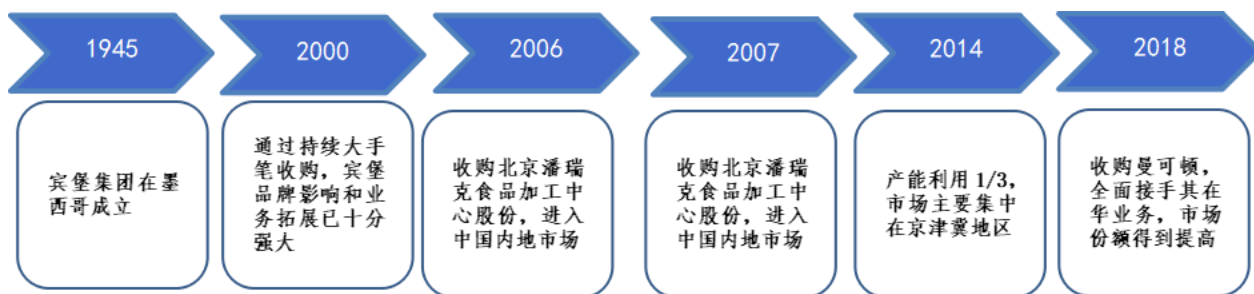
图27: 桃李二十年如一日深耕短保


资料来源: 公司官方网站、东兴证券研究所

图28: 短中保品牌商市占率不断提升


资料来源: 公司官方网站、东兴证券研究所

图29：宾堡 2018 收购曼可顿



资料来源：公司官方网站、东兴证券研究所

从产品方面来看：桃李产品取向专一。桃李主打产品为短保面包，合计 3 大系列 30 余品种，定位中端烘焙市场，2019 年贡献收入 55.27 亿元，占总营收 97.94%。公司在培育出醇熟（10 年销量 3.85 亿袋）、奶棒等明星产品的基础上加速新品迭代，2017 年的蔓越莓核桃包、2018 年的脏面包/起酥面包/紫米糯面包相继贡献不俗表现。达利入局较晚，仍处消费者教育阶段。**达利瞄准家庭消费蓝海市场**，于 2018 年 11 月推出短保面包品牌美焙辰，定位早餐替代，下设“汤熟吐司面包、营养吐司面包、软芯面包、营养餐包、起酥面包”五大系列、28 款品项、33 种规格产品，18 年当年便开拓终端逾 3 万个，目前仍处于成长期。**宾堡曼可顿合并拟扩展多品种多层次的产品**，其中宾堡“原生系列”强切片针对中高端市场，“基础系列”针对中低端市场，强调生产具有拉美特色并适应中国饮食文化和结构的烘焙食品，也曾针对北京、天津等市场开展调研以研发相应口味产品，与曼可顿合并后，旗下各类品牌定位于不同市场，主要以华北和华东地区为主。

表11：各家产品种类情况

厂商	系列数量	目标市场
桃李	3 大系列	中端烘焙市场
宾堡/曼可顿	2 大系列	原生系列针对中高端市场；基础系列针对中低端市场
达利美焙辰	五大系列	家庭消费市场

资料来源：Wind、东兴证券研究所

达利一贯主打价格战，美焙辰亦然。与之前可比克、乐虎入局时的策略相同，公司快速培育出成熟产品，通过渠道迅速铺货并锚定竞品略降价格，以此抢占市场份额。对比主要产品定价，宾堡的吐司面包、酵母面包和曼可顿奶棒分别售价 17.45 元/400g、7.5 元/75g、9.9 元/240g；桃李的醇熟吐司、天然酵母和奶棒面包定价分别为 19.9 元/800g、29.8 元/600g、24.9 元/960g，而美焙辰相应产品定价为 9.9 元/400g、29.9 元/450g、29.9 元/800g。

表12：桃李、宾堡/曼可顿、达利三家同质产品对比

产品对比	产品	宾堡/曼可顿	桃李	美焙辰
	天然酵母	7.5 元/75g	6 元/75g	3.9 元/75g
	醇熟吐司	17.45 元/400g	12 元/400g	9.9 元/400g
	奶棒面包	9.9 元/240g	7 元/240g	6.5 元/240g

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

低调营销&大力宣传, 各有选择。桃李通过商场超市等销售终端的地面广告以及车载广告将产品投向市场, 截至 2019 年 12 月 31 日, 公司已在全国 18 个区域建立了生产基地, 并以此为中心向周边辐射进行销售, 继续巩固与永辉、华润万家、沃尔玛、家乐福、大润发等国内外大型商超连锁企业间的战略合作关系, 引导新的消费需求。美焙辰发布之初请来明星黄磊和杨紫代言, 进行宣传造势, 并于当年 Q4 拓展了 3 万多个零售终端, 流量引入叠加渠道开拓推动销售成果。而宾堡及曼可顿截至 2018 年底共拥有 11 个在华工厂, 其主要以这些生产基地为中心, 以 KA 渠道进行销售。而宾堡拥有国际品牌历史背书和全球品牌资源, 坚持打造和发展宾堡小熊的 IP 形象, 通过特色鲜明的形象冲击消费者印象, 但其在中国市场销售区域较少, 缺乏品牌认可度, 也很少进行品牌大型宣传活动。

图30: 桃李以生产基地为中心向外辐射销售



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

图31: 美焙辰由明星代言造势



资料来源: 公开资料整理、东兴证券研究所

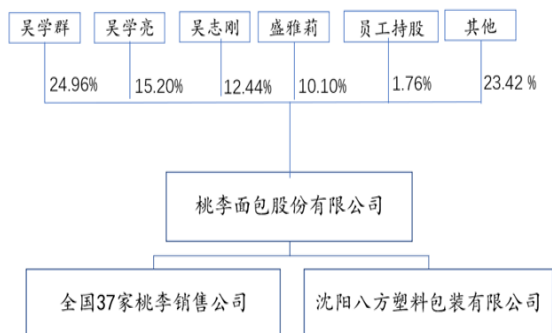
图32: 宾堡小熊 IP 形象



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

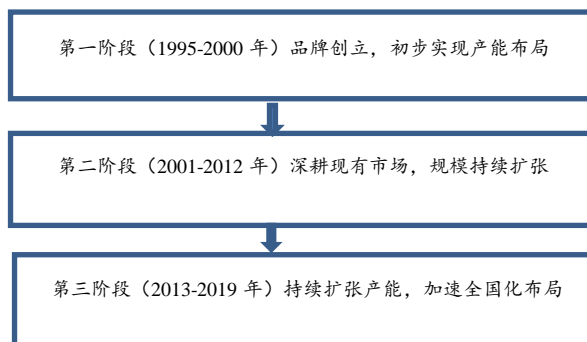
从渠道方面来看: 桃李采取“中央工厂+批发”模式。目前, 公司主要通过直营和经销两种模式进行销售: 直营公司直接与中心城市大型连锁商超 (KA 客户) 和中小超市、便利店终端签署协议销售产品的模式, 是公司的主要渠道; 经销则是针对外埠市场的便利店、县乡商店、小卖部, 公司通过经销商分销的模式。2018 年公司直营/经销收入为 30.78/17.56 亿元, 6 年复合增速达 18.30%/27.75%。公司目前在全国设立了 18 个中央工厂, 24 万余零售终端, 基本实现全国覆盖。**达利快速渗透现有经销渠道, 同时开发新网点。**2019 年达利积极建设物流体系, 引进 200+一级物流车辆, 基本达到日配或隔日配。目前渠道方面已扩展 1000+经销商, 招商线路由 1300 条升至 4800 条, 零售终端开发超 8 万家, 2020 年公司目标为实现“16 亿销售收入+16 万家零售终端”。退货率方面, 桃李保持低位, 达利有所改善。桃李始终保持 7% 的退货率, 远低于行业平均水平 12%-15%, 达利亦由 15% 降至 12%。**曼可顿和宾堡也采取“中央工厂+批发”模式,**先后于 1995 年、2006 年进入内地市场, 但作为海外品牌, 其在国内市场发展过程中, 无法很好地权衡短期增长和长期规划布局导致整体产能布局有限、区域拓展停滞, 再加上中国市场地域广阔, 渠道结构复杂, 传统渠道占比较高, 导致以

图35: 桃李设立员工持股计划



资料来源: wind、东兴证券研究所

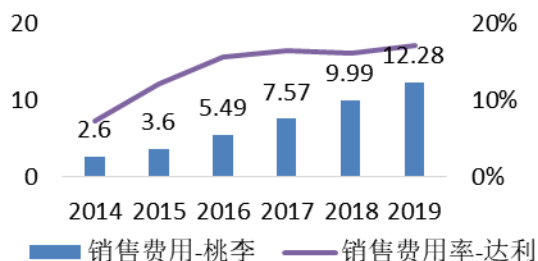
图36: 公司发展阶段



资料来源: wind、东兴证券研究所

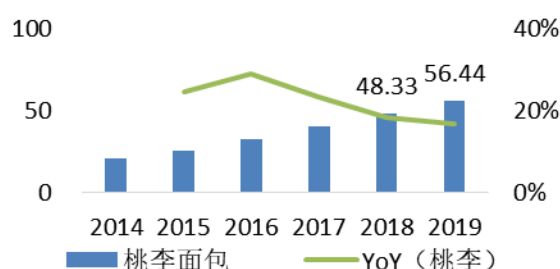
维护渠道优势增加必要投入, 稳中有进发力华东&华南市场。2019 年桃李营业收入继续保持增长长达 56.44 亿元, 2013-2019 年复合增速达 21.5%, 但 2019 年公司业绩增速由 2018 年的 18.47% 相对放缓至 16.77%, 主要系短保市场遭遇其他玩家入局, 桃李在维护渠道优势的需求下增加必要投入, 2019 年公司销售费用率由 2011 年的 12.63% 增长到 2019 年 21.76%, 管理费用率和研发费用率相较 2018 年均均有不同程度增长。此外依托于东北华北等固有渠道优势, 桃李持续发力华东&华南市场, 未来华东及华南市场有望贡献大幅增量。

图37: 桃李加大销售费用投放力度 (亿元)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图38: 桃李营业收入稳中有进 (亿元)



资料来源: wind、东兴证券研究所

募资持续投入产地建设, 拓展全国市场。由于保质期原因, 单个工厂的辐射范围为 100-200km, 拓展全国市场需要不断在不同区域建厂。公司 5 年间 3 次募资, 通过 IPO/定增/可转债共募集资金 22.66 亿元, 均用于新建生产基地。桃李于 2015 年 IPO 募资 5.65 亿元, 投入沈阳、北京、石家庄、哈尔滨产线, 预计新增产能 9.3 万吨; 2017 年公司定增募集 7.38 亿元, 投入武汉、重庆、西安产线, 预计新增产能 5.1 万吨; 2019 年可转债募集 10 亿元, 投入江苏、四川、青岛、浙江产线, 预计新增产能 10 万吨。预计公司 2-3 年产能逐步完善后将进一步加大销售费用支出, 助力拓宽、深挖渠道。公司 2015 年上市以来, 已实施现金分红 4 次, 累计实现净利润 28.16 亿, 累计现金分红 12.30 亿, 分红率为 43.67%。

表13: 公司近 3 次募资及利用情况

时间	募集方式	募集金额 (亿元)	募集资金用途	预计新增产能 (万吨)
2015 年	IPO	5.65	产能扩建	9.3
2017 年	定增	7.19	产能扩建	5.1
2019 年	可转债	9.82	产能扩建	10

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表14：公司近3年的普通股股利分配方案或预案

分红年度	每10股派息数 (元) 含税	每10股转增 数(股)	现金分红的数 额(含税)	归属上市公司普通股 股东的净利润	占合并报表中归属于上市公司 普通股股东净利润的比例	ROIC
2017年	8.00	0	3.77	5.13	73.35%	19.55%
2018年	10.00	4	4.71	6.42	73.29%	19.27%
2019年	10.00	0	6.58	6.83	96.24%	17.13%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3.2 “品质+供应链”构筑核心壁垒

桃李产品聚类，追求单品销售规模。桃李目前产品种类以面包为主，2019年收入占比在98%左右，公司不追求多样品种，以实现大规模标准化生产，降低单位成本。目前公司定位中端烘焙食品，共开发3大系列产品，现已拥有醇熟（10年销量3.85亿袋）、奶棒等明星产品，培育出起酥面包、脏面包、巧乐角等新品。**各品类表现不俗，产销率维持较高水平。**公司19年生产面包及糕点31.96万吨，同比增长18.89%，销售面包及糕点片产31.94万吨，同比增长18.83%；月饼和粽子产量分别同比增长15.62%、31.05%，收入同比增长了11.32%和9.14%。整体来看，公司各类产品的生产和销售均继续保持增长，产销率也维持在较高水平。

表15：桃李新品迭出

时间	推出新品	产品特点
2015	天然酵母 鸡蛋肉松面包	酵母替代改良剂、保质期长达45天 /
2016	焙软吐司	松软、奶香
2017	蔓越莓核桃面包	全麦制作、果干+坚果元素
2018	起酥面包 脏面包 紫米糯面包	/ 中高端网红产品 /
2019	巧乐角面包	高热量补充能量

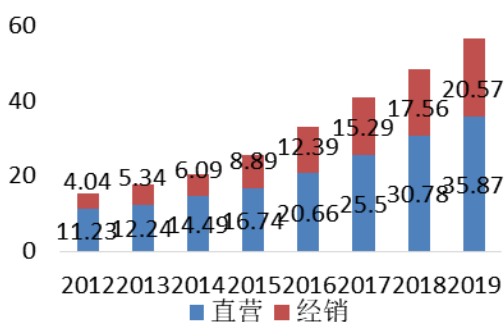
资料来源：公司官网、公司年报、东兴证券研究所

高效渠道运营，构筑核心壁垒。短保产品保质期短，一般3-7天左右，公司需要保证供货充足，又要保证产品新鲜度、控制退货率，灵活把握产销率、配送效率以及渠道周转率。由此对配送时效及频次要求严格，对终端管理和技术要求较高。桃李有极强的渠道运营能力以及全国化产能布局支撑。

- **直营经销分主次，加强终端管控。**直营模式下，公司在本部等优势地区实现了全渠道直营，即中心城市商超及其他渠道均为直销，外埠市场以KA直销为主，公司与沃尔玛、大商集团、家乐福等大型KA客户合作均超过20年，建立了默契的合作关系，在上架速度及货架占比上有自有优势；经销则是针对外埠市场的便利店、县乡商店、小卖部，经销模式下，公司渠道深度下沉，合作经销商大多为老员工，在当地有较强的销售终端管控能力，且仅经销桃李一家产品的限制增强了合作粘性和终端管控能力，可以帮助公司迅速完成分销和配送，2020Q1公司经销商达697家，其中东北/华北/华东/西南各255/129/137/102家。目前，公司已经覆盖全国超23万个零售终端，能够一定程度保障配送的经济性，2019年公司直营/经销收入为35.87/20.57亿元，6年复合增速达19.88%/27.56%。
- **公司以销定产，控制退货率。**由于公司对销售终端强大的管控能力，再加上中央工厂与终端间便捷迅速的通讯系统，桃李能及时反馈进货或退货需求并根据市场需求灵活制定生产计划，通过经验预测+客户

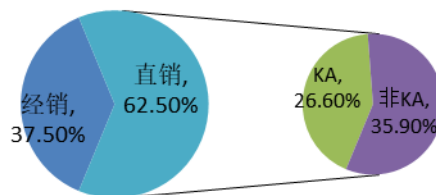
订单较为精准的预判终端需求, 中央工厂白天根据基础订单进行生产, 晚上根据实际需求进行补单生产, 从而提高产销率, 也将退货率控制在 7% 的较低水平 (行业平均退货率 15%)。重视供应链管理及效率, 物流配送投入大、频次高。在物流配送上, 以第三方为主, 自身车队为辅, 公司通过与第三方合作, 培训第三方派遣员工为公司收款、送货, 保证配送效率的同时提高供应链管理能力。在物流投入上, 公司不断加大力度, 物流费用由 2012 年的 0.81 亿元提升至 2019 年的 7.09 亿, 物流费用占比从 2012 年的 40.60% 提升到 2019 年 57.74%。此外, 基于终端规模及需求判断, 公司不断提升日配比例, 目前整体占比近 60%, 远高于行业平均水平, 而沈阳等成熟市场日配比例更高达 70% 以上, 在存货周转方面, 2018 年存货周转天数仅 13 天, 呈逐年优化态势, 2019 年存货周转率达 28.35%, 处行业领先水平。

图39: 桃李以直营渠道为主 (亿元)



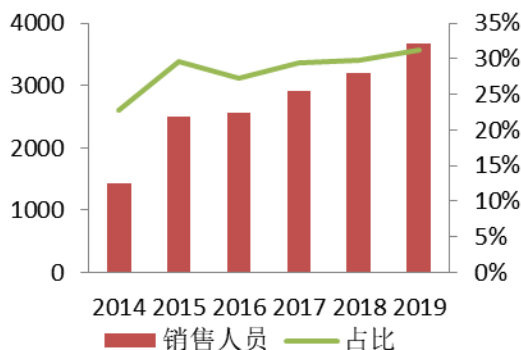
资料来源: wind、东兴证券研究所

图40: 公司分销渠道结构



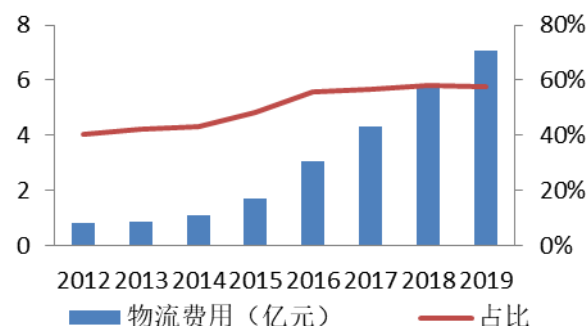
资料来源: wind、东兴证券研究所

图41: 公司销售人员数量及占比不断上升



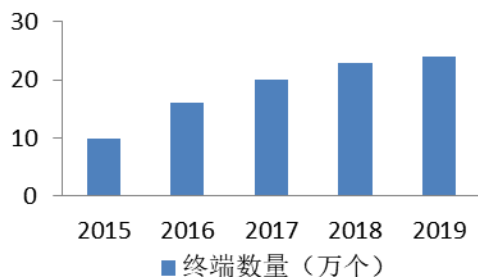
资料来源: wind、东兴证券研究所

图42: 桃李物流费用投入较大



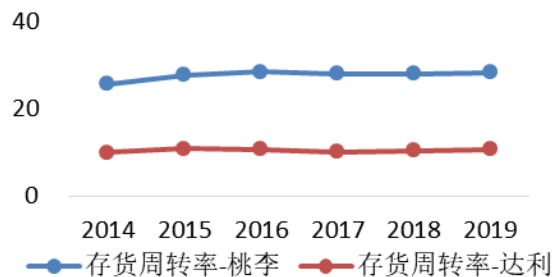
资料来源: WIND、东兴证券研究所

图43: 2015-2018 年公司终端数量 (单位: 万个)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图44: 桃李供应链优势维持高存货周转率 (%)

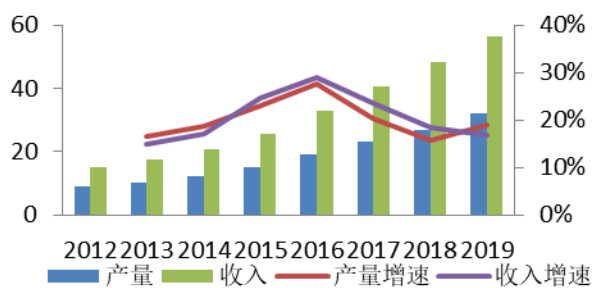


资料来源: WIND、东兴证券研究所

3.3 “产能释放+区域模式复制”，桃李持续全国化精耕

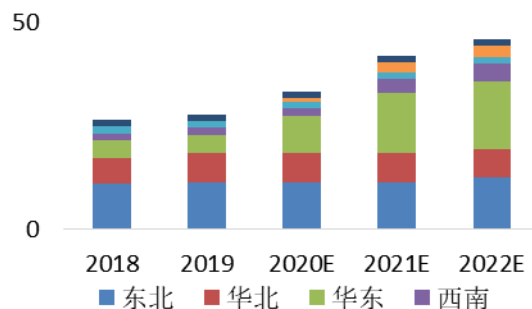
加速全国化布局，产能逐步提高。由于短保产品保质期有限，单个工厂辐射半径较短，一般为 200-300 公里，因此必须全国化布局建厂以满足和开拓各区域市场，再由于“中央工厂+批发”的模式具有规模生产、统一配送且渠道多样的特点，易于提高生产效率，形成规模效应，该模式易于深入打造和推广复制至全国其他地区，有利于加速开拓全国市场。2014 年开始，桃李公司推进全国化策略，截至 2018 年 12 月 31 日，桃李已在全国 17 个区域建立了生产基地，覆盖了 23 万多个零售终端。2018 年，公司面包产量达 26.88 万吨，2013-2018 年，公司面包产量保持快速增长，产量复合增速达 20%，同期面包收入复合增速高达 22%，目前公司在建产能共计 12.87 万吨（含改建项目），公司建厂周期一般在 18-24 个月，预计新建产能将于 2020-21 年逐渐投产，未来随着华南、华中市场的逐渐培育，产能利用率逐步提高，规模效应有待进一步提升。

图45：桃李产能扩张支撑收入高增长



资料来源：wind、东兴证券研究所

图46：桃李各区域产能增长情况（万吨）



资料来源：WIND、东兴证券研究所

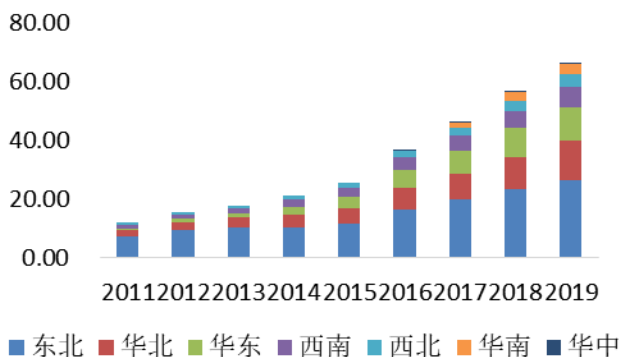
表16：公司近年产能拓展和利用情况

新建项目	年份（投产时间）	设计产能（万吨）	当年产量（万吨）	当年产能利用率
-	2012 年	-	9.28	95.80%
-	2013 年	-	10.83	95.57%
-	2014 年	-	12.47	98.48%
哈尔滨面包系列生产基地建设项目	2015 年	1.2	15.12	90%+
东莞租赁产能	2016 年	1	19.31	90%+
石家庄桃李面包系列生产基地建设项目	2016 年	0.9	19.31	90%+
重庆桃李面包系列生产基地建设项目	2017 年	1.9	23.25	90%+
天津有福食品有限公司投资项目	2018 年	0.87	26.89	90%+
武汉桃李面包系列生产基地建设项目	建设中，预计 2020 年投产	2.55	-	-
沈阳桃李面包系列生产基地建设项目	建设中	6.00	-	-
山东桃李面包系列生产基地建设项目	建设中，预计 2021 年投产	2.12	-	-
江苏（句容）桃李面包系列生产基地建设项目	建设中，预计 2022 年投产	2.20	-	-

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

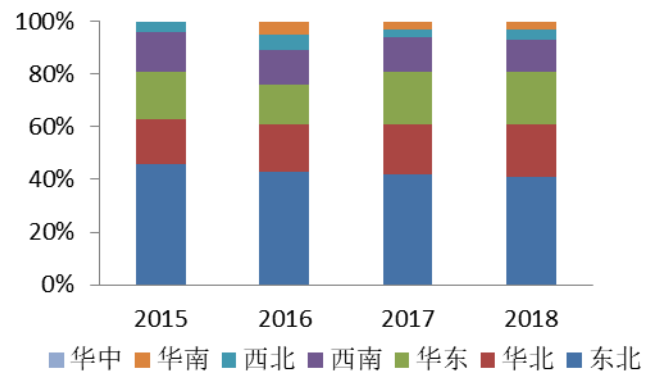
从东北到全国, 区域发展可复制。东北作为深耕市场, 公司市占率超过五成, 现已形成 6 家生产基地, 2019 年贡献收入 26.64 亿元, 占比 47.20%, 未来将在东北成熟市场继续巩固下沉渠道; 此外, 在打造成熟区域市场之外, 公司也一直在不断复制区域发展模式, 如通过总部向各区域工厂、子公司输送管理人才这一方式, 迅速在新市场复制公司本部积累的成功经验。也由此, 公司各区域发展紧锣密鼓, 华东片区现有 6 家生产基地, 收入增长最为可观, 由 2011 年的 0.66 亿元增长至 2019 年的 11.67 亿元, 复合增速达 43.20%; 其他片区也保持较大增幅, 华北/西南/西北/华南现有 4/2/1/1 家生产基地, 分别贡献收入 13.26/6.81/4.16/3.82 亿元, 占比 23.50%/12.07%/7.37%/6.78%。目前公司全国市占率约 10%, 预计 2022 年总产能达 48 万吨, 未来增长空间巨大。

图47: 桃李各区域收入情况 (亿)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图48: 东北收入占比呈逐年下降趋势



资料来源: WIND、东兴证券研究所

表17: 桃李未来产能计划

生产基地	资金来源	预计产能 (万吨)	开工时间	预计投产时间
江苏	公开可转债	2.20	2019 年	2020 年
沈阳	首次公开募股	6.00	2019 年	2021 年 6 月
成都	公开可转债	1.70	2019 年	2021 年
浙江	公开可转债	4.28	2019 年	2022 年 6 月
江苏	公开可转债	2.20	2019 年	2020 年

资料来源: WIND、东兴证券研究所

3.4 桃李面包盈利预测

鉴于短保行业巨头入场加快做大蛋糕, 桃李稳扎稳打逐步扩张, 产品形成基础, 渠道加速跟进, 产能逐步释放, 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 65.85/77.80/92.39 亿元, 同比增长 16.68%/18.13%/18.76%, 归母净利润为 9.13/10.64/12.74 亿元, 同比增长 33.71%/16.50%/19.75%, 每股收益为 1.39/1.61/1.93 元。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年的营收为 65.85/77.79/92.38 亿元, 同比增长 16.58%/18.13%/18.76%, 实现归母净利 9.13/10.65/12.74 亿元, 同比增长 34.51%/16.64%/19.75%, 对应 EPS 为 1.39/1.61/1.93 元, 给予 2021 年 35 倍估值, 维持“强烈推荐”投资评级。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
面包销量（万吨）	26.88	31.94	37.05	43.35	51.15
增长率（%）	15.46%	18.82%	16.00%	17.00%	18.00%
吨收入（万元）	1.76	1.73	1.75	1.77	1.78
营业收入（百万元）	4,833.23	5,643.71	6,585.09	7,779.20	9,238.23
增长率（%）	18.47%	16.77%	16.68%	18.13%	18.76%
销售费用（百万元）	9.99	12.28	13.17	15.95	18.85
销售费用率（%）	20.67%	21.76%	20%	20.50%	20.40%
管理研发费用（百万元）	0.95	1.11	1.32	1.52	1.85
管理研发费用率（%）	1.97%	1.97%	2.00%	1.96%	2.00%
净利润（百万元）	642.15	683.36	913.26	1064.96	1274.12
增长率（%）	26.57%	4.73%	34.51%	16.64%	19.75%

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

4. 风险提示

宏观经济走弱：若宏观经济走弱或不达预期，将影响消费者消费意愿和消费能力，造成需求疲软，进而企业不得不加大费用政策，影响企业盈利。

原材料价格上涨：原材料价格短期上涨幅度较大，企业难以向消费终端传导，压制利润

生产进度拖慢：产能跟不上销量增长，以致增长放缓

费用投放加大：拓市场期费用投放加大，利润承压

食品安全问题：食品安全问题将显著影响消费者意愿

附表：桃李面包盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2040	2622	2824	4471	5392	营业收入	4833	5644	6585	7779	9238
货币资金	1424	1078	876	2079	2407	营业成本	2916	3410	3963	4662	5517
应收账款	429	493	22	26	30	营业税金及附加	64	62	72	85	100
其他应收款	23	25	29	35	41	营业费用	999	1228	975	1179	1450
预付款项	22	23	23	24	24	管理费用	89	102	198	233	305
存货	110	131	543	639	756	财务费用	-10	3	0	-1	-1
其他流动资产	32	595	831	1069	1434	研发费用	10.35	0.00	0.30	0.40	0.30
非流动资产合计	1870	2564	2185	2088	1990	资产减值损失	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	30.46	23.75	15.00	15.00	15.00
固定资产	1277	1545	2264	2302	2338	投资净收益	824	863	1393	1635	1882
无形资产	276	344	310	275	241	加: 其他收益	10.05	13.78	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	90	290	0	0	0	营业利润	824.06	863.05	1160.84	1354.05	1623.49
资产总计	3911	5186	5009	6559	7382	营业外收入	824	874	1406	1648	1895
流动负债合计	488	599	619	1202	911	营业外支出	182	190	236	272	313
短期借款	0	0	0	474	35	利润总额	824.06	873.68	1170.84	1364.06	1633.49
应付账款	318	414	402	473	574	所得税	1.82	1.91	2.58	3.00	3.59
预收款项	1	5	37	76	123	净利润	642.15	683.36	913.26	1063.96	1274.12
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-	-	-	-	-
非流动负债合计	1	844	0	0	0	归属母公司净利润	642.15	683.36	913.26	1063.96	1274.12
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	842	0	0	0						
负债合计	489	1443	619	1202	911	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	18.47%	16.77%	16.68%	18.13%	18.76%
实收资本 (或股本)	471	659	659	659	659	营业利润增长	26.57%	4.73%	34.51%	16.64%	19.75%
资本公积	1227	1039	1039	1039	1039	归属于母公司净利润增长	26.57%	4.73%	34.51%	16.64%	19.75%
未分配利润	1452	1608	1842	2115	2428	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3421	3743	4464	5421	6514	毛利率(%)	39.66%	39.58%	39.82%	40.07%	40.29%
负债和所有者权益	3911	5186	5009	6559	7382	净利率(%)	13.28%	12.10%	13.87%	13.68%	13.79%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	16.42%	13.18%	18.23%	16.22%	17.26%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	18.77%	18.26%	20.46%	19.63%	19.56%
经营活动现金流	803	888	1147	1284	1381	偿债能力					
净利润	642	683	1170	1376	1582	资产负债率(%)	13%	28%	12%	18%	12%
折旧摊销	20.69	41.45	39.63	156.89	158.59	流动比率	4.18	4.38	4.56	3.72	5.92
财务费用	-10	3	0	-1	-1	速动比率	3.95	4.16	3.68	3.19	5.09
应收账款减少	0	0	471	-4	-4	营运能力					
预收账款增加	0	0	33	39	46	总资产周转率	1.24	1.09	1.31	1.19	1.25
投资活动现金流	-362	-1690	517	-45	-45	应收账款周转率	11.27	11.45	299.32	299.19	307.93
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	应付账款周转率	9.16	8.24	9.86	9.86	9.61
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	30	24	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	1.36	1.04	1.39	1.61	1.93
筹资活动现金流	-377	456	-1139	64	-907	每股净现金流(最新摊薄)	0.14	-0.53	0.80	1.98	0.65
应付债券增加	0	0	-842	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.27	5.68	6.78	8.23	9.89
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	188	0	0	0	P/E	30.52	40.02	78.55	61.20	48.43
资本公积增加	0	-188	0	0	0	P/B	5.71	7.31	7.03	6.51	5.95
现金净增加额	65	-347	526	1302	428	EV/EBITDA	21.71	29.86	48.09	38.48	31.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	桃李面包（603866.SH）：行业竞争短期稀释效应有限，费用有效投放助力新建产能释放	2019-10-31
公司	桃李面包（603866.SH）：业绩快报点评，无惧竞争，短保行业走出稳健新篇章	2019-07-23
公司	桃李面包（603866.SH）：一季度财报点评，费用先行确保稳健发展，渠道横纵扩张桃李乘胜追击	2019-04-30
公司	桃李面包（603866.SH）：一季度业绩快报点评，费用先发投放确立全年稳健增长	2019-04-11
公司	桃李面包（603866.SH）：2018 年度报告点评，有效应对行业竞争，短保龙头稳步前行	2019-03-25
公司	桃李面包（603866.SH）：无惧竞争，桃李 19 年有望突围增长	2019-01-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究，现任大消费组组长。

分析师简介

研究助理：姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526