

2017 年 04 月 26 日

桃李面包 (603866.SH)

烘焙时代来临,“工厂+批发”王者

■烘焙行业有望呈量价齐升趋势,集中度提升利好桃李等龙头企业:受益于消费升级及西化生活方式的逐渐渗透,烘焙行业在过去五年间均保持两位数较快增长,在食品制造板块中增速居前。展望未来,随消费场景扩大和渗透率提升,人均消费量有望随之提升,而居民收入及消费水平的提升则有利于消费单价中枢的上移,烘焙行业有望继续呈量价齐升的态势。但烘焙行业集中度仍处于较低水平,随着消费者对食品安全、产品品牌及品质的日益重视以及运营成本的快速攀升,未来大量管理水平较差、缺乏核心竞争力的中小企业将逐渐被淘汰,规模效应显著的龙头企业如桃李面包则有望充分受益集中度提升并随之扩大市场份额。

■产品品质及口感为王,动销表现优秀,大单品模式充分发挥规模效应:桃李面包深耕烘焙行业二十余年,始终坚持以产品为核心,产品品质稳定、口感优秀,受到消费者的广泛好评。从多个地区大型 KA 的草根调研情况来看,公司产品动销表现也非常优秀,周转情况优于竞争对手。目前公司已有多款过亿级大单品,如醇熟、天然酵母等,我们认为大单品模式有助于公司集中优势力量重点突破快速放量,同时规模效应十分突出,看好桃李未来继续这一战略推出更多明星单品。

■渠道下沉与区域扩张空间仍广,“工厂+批发”模式可快速复制实现扩张:公司自 15 年以来主动加快扩张步伐,在原有市场更加精耕细作实现渠道下沉,并积极新设子公司建设产能拓展新市场,覆盖终端数量 16 年实现接近翻倍增长至 15 万个。我们认为公司所采取的“中央工厂+批发”的经营模式可复制性强,且盈利水平明显优于连锁门店模式,中长期来看成长性和盈利性兼具。

■短期费用投入不改中长期高成长性,估值应体现成长性溢价:公司现处于高速扩张期,费用上升较快拖累利润增速,但通过拆分费用明细,我们发现最大增量运输费用有望随全国产能布局完成而回归正常水平,利润增速有望逐渐恢复,甚至受益规模效应而超过收入增速。在目前食品行业整体增长平淡的情况下,我们认为公司作为稀缺的高成长性标的,且业绩确定性较强,可赋予一定估值溢价。

■投资建议:我们预计公司 2017 年-2018 年的收入增速分别为 23%、24%,净利润增速分别为 17%、20%,首次给予增持-A 的投资评级,6 个月目标价为 44.88 元,相当于 2018 年 33 倍的动态市盈率。

■风险提示:全国化扩张进度不达预期,费用上升过快,食品安全问题。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,563.3	3,305.5	4,079.4	5,069.4	6,314.2
净利润	347.0	435.5	510.5	613.7	766.1
每股收益(元)	0.77	0.97	1.13	1.36	1.70
每股净资产(元)	4.15	4.57	5.36	6.32	7.51

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	55.4	44.1	37.6	31.3	25.1
市净率(倍)	10.3	9.3	8.0	6.8	5.7
净利率	13.5%	13.2%	12.5%	12.1%	12.1%
净资产收益率	18.6%	21.2%	21.1%	21.6%	22.7%
股息收益率	1.3%	0.0%	0.8%	1.0%	1.2%
ROIC	39.5%	38.6%	35.1%	34.2%	39.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他食品

投资评级 增持-A

首次评级

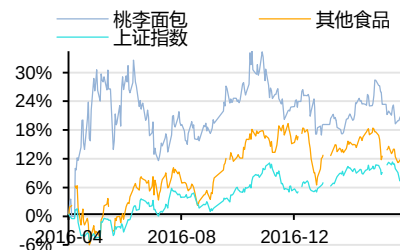
6 个月目标价: 44.88 元

股价 (2017-04-25) 42.69 元

交易数据

总市值(百万元)	19,215.88
流通市值(百万元)	1,921.59
总股本(百万股)	450.13
流通股本(百万股)	45.01
12 个月价格区间	35.88/47.61 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.95	1.78	25.42
绝对收益	-6.07	1.31	31.79

苏斌

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450515040001
 sucheng@essence.com.cn
 021-35082778

毕晓静

报告联系人

 bixj@essence.com.cn
 021-35082689

相关报告

目录

1. 深耕烘焙行业二十余年，家族企业管理机制较为灵活	5
1.1. 深耕行业二十余年的烘焙企业，成长性突出	5
1.2. 家族企业，管理层稳定，机制较为灵活	6
2. “工厂+批发”王者，模式优势尽显	7
2.1. 产品风味优秀奠定核心竞争力，终端动销表现良好	7
2.2. 大单品战略现端倪，注重产品组合和结构升级顺畅	9
2.3. 渠道下沉与区域扩张齐头并进，产能扩张保障中长期发展	10
2.4. 渠道扩张可复制性强更为快速高效，盈利能力明显优于连锁店模式	12
3. 快速扩张中利润增速仍可观，成长与盈利性兼具	14
3.1. 扩张期仍能保持较高盈利水平，“工厂+批发”模式下低成本构成核心竞争力	14
3.1.1. 快速扩张过程中仍能保持较高盈利水平	14
3.1.2. “工厂+批发”模式费率较低，低成本构成核心竞争力	14
3.1.3. 短期费用投入增加不改中长期盈利判断	14
3.2. 产能扩张稳步推进，助力收入增长并提升盈利能力	15
4. 烘焙行业有望延续量价齐升，集中度提升利好龙头企业	15
4.1. 西化生活方式助力烘焙行业快速增长	15
4.2. 烘焙行业保持高速增长，未来有望延续量价齐升	18
4.3. 行业集中度仍处于较低水平，龙头企业份额提升是大势所趋	19
4.4. 消费者对营养价值关注度不断提升，短保产品将逐渐替代长保产品	21
4.4.1. 随消费升级及消费观念转变，消费者更注重营养价值	21
4.4.2. 新鲜健康，短保产品将逐渐取代中长保产品	21
5. 投资建议	22
5.1. 分业务经营展望	22
5.2. 短期费用投入不改高成长性，估值应体现一定成长性溢价	23

图表目录

图 1: 收入呈加速增长，2014-2016 营收 CAGR 达 26.73%	5
图 2: 收入结构不断优化，聚焦面包主业	5
图 3: 面包收入加速增长，2016 年同比增长约 30%	5
图 4: 销售费用率呈上升趋势，管理和财务费用率稳步下降	6
图 5: 典型家族企业，股权高度集中于家族成员	7
图 6: 醇熟系列风味独特，深受消费者喜爱	7
图 7: 桃李在主流 KA 销售区陈列面积较大且十分醒目	8
图 8: 桃李面包终端动销表现良好	8
图 9: 桃李面包份额逐年上升	9
图 10: 研发支出增长较快，费用比率不断上升	9
图 11: 公司新品菠萝炫	10
图 12: 公司新品葡萄干切片	10
图 13: 核心单品收入占比已接近一半	10
图 14: 公司在东北以外地区销量增长迅速	11
图 15: 桃李面包收入份额向华东转移	11

图 16: 2016 年新设子公司多在华东、华南.....	11
图 17: 华东、华南地区收入规模高速增长.....	11
图 18: 生产基地覆盖全国大部分地区.....	12
图 19: 批发模式毛利率水平低于连锁店模式.....	13
图 20: 批发模式净利润率高于连锁店模式.....	13
图 21: 收入、净利润均保持较快增长.....	14
图 22: 净利率基本保持在较高水平.....	14
图 23: 两种经营模式毛利率比较.....	14
图 24: 两种经营模式净利率比较.....	14
图 25: 近三个季度销售费用率略有上升.....	15
图 26: 运输费用近两年快速上升.....	15
图 27: 消费场所与目的变迁, 咖啡馆、面包店成时尚新宠.....	16
图 28: 80、90 后仍保持较高占比, 年轻消费者基数大.....	16
图 29: 近几年, 作为西餐配料的奶酪进口数量快速增加.....	16
图 30: 咖啡销售额逐年增加, 2016 年达 71.7 亿.....	16
图 31: 准备早餐时间在三餐中最短, 倾向选择快餐替代.....	17
图 32: 亚太地区倾向于以零食取代传统早餐.....	17
图 33: 与传统中式早餐相比, 面包购买更为快捷省时.....	17
图 34: 面包购买渠道广泛、营业时间长, 方便下班后购买.....	17
图 35: 烘焙食品行业收入 CAGR 高于平均水平.....	18
图 36: 年人均可支配收入情况.....	18
图 37: 烘焙行业主营收入规模.....	18
图 38: 烘焙行业利润规模.....	18
图 39: 亚洲各地区人均烘焙食品消费, 大陆处于较低水平.....	19
图 40: 消费量来看中国大陆处于亚洲中等水平.....	19
图 41: 人均消费金额参差不齐, 大陆欠发达地区普遍较低.....	19
图 42: 地区间差异高达 4 倍, 欠发达地区大有空间.....	19
图 43: 国内包装烘焙食品行业 CR5 仅 12.6%.....	20
图 44: 国内烘焙食品 CR5 远低于发达国家和地区.....	20
图 45: 食品选购时安全性和健康性是最重要考虑因素.....	20
图 46: 食品安全问题将导致 87% 消费者的品牌信任度下降.....	20
图 47: 零售业人均工资涨幅明显, 近 7 年 CAGR 达 12%.....	21
图 48: 城市租房 CPI 指数近年来不断上涨, 租金成本攀升.....	21
图 49: 消费者的“五低”食品偏好.....	21
图 50: 消费者更青睐健康纯天然的食物.....	21
图 51: 长保品牌达利进军短保市场.....	22
图 52: 桃李主营短保品, 增速超过达利、好丽友.....	22
图 53: 非包装面包收入增速高于包装面包,	22
表 1: 主流品牌相同产品比较, 桃李性价比较好.....	8
表 2: 桃李面包 2016 年项目建设.....	12
表 3: 两种经营模式对比.....	12
表 4: 公司销售模式.....	13
表 5: 部分新建及在建产能整理.....	15

表 6：以上海地区为例进行简单花销测算，食用面包与中式早点在总花销上无显著差异.....	17
表 7：短保烘焙食品以其新鲜的品质广受消费者欢迎	22

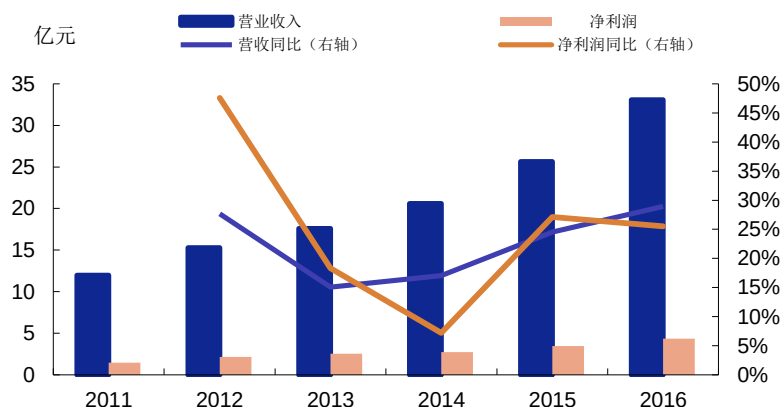
1. 深耕烘焙行业二十余年，家族企业管理机制较为灵活

1.1. 深耕行业二十余年的烘焙企业，成长性突出

沈阳桃李面包股份有限公司其系沈阳桃李食品有限公司，成立于1997年，深耕烘焙食品行业20余年。公司主要产品为“桃李”品牌面包，目前拥有3大系列30余个品种，其中3大系列包括软式面包、起酥面包、调理面包。此外，公司还生产月饼、粽子等主要是针对传统节日开发的节日食品。

近三年收入复合增速高达26.73%，成长性突出。公司营业收入保持快速增长，特别是2015年以来，随公司加快全国扩张步伐，收入呈加速成长。2016年公司稳步投放面包新品，提升了产品的整体竞争力，并随之实现收入结构改善毛利率提升，但由于扩张过程中费用投入增加，2016年公司实现营业收入33.05亿元，净利润4.36亿元，同比分别增长28.95%、25.53%。

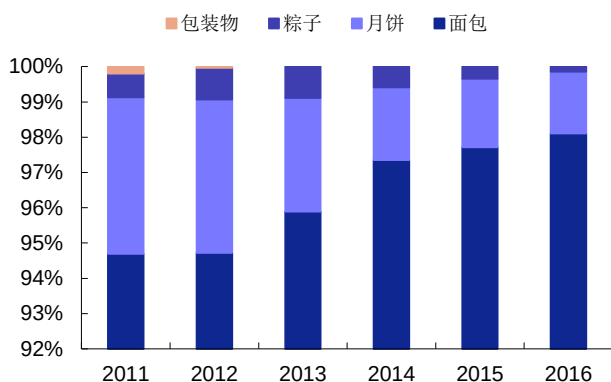
图1：收入呈加速增长，2014-2016 营收 CAGR 达 26.73%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

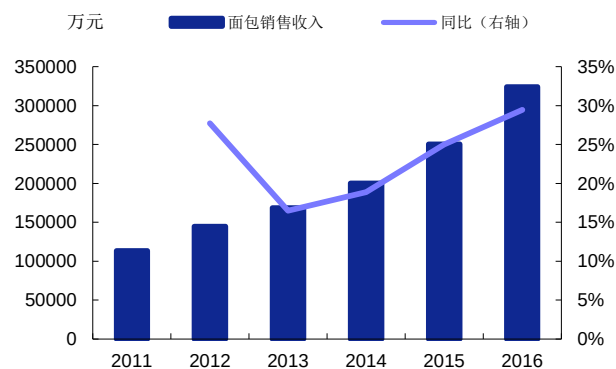
面包产品占比持续提升，产品结构不断优化。近几年，公司不断进行产品结构优化，聚焦面包主业、加大月饼布局、减少粽子的生产。面包收入占比自2011年的94.7%提升至98%，收入也从2011年的11.33亿元增长至2016年的32.43亿元，且自2013年开始增长呈加速趋势，2016年同比增速已达约30%。粽子业务在公司主动调整后营收占比已压缩至0.14%，2016年实现营业收入469.67万元，同比下降46.91%。虽然月饼营收占比也有所下降，但收入仍保持增长，2016年月饼实现主营业务收入5775.26万元，较上年同期增长16.31%，未来新产能投产，月饼增长有望加速。

图2：收入结构不断优化，聚焦面包主业



资料来源：Wind，安信证券研究中心

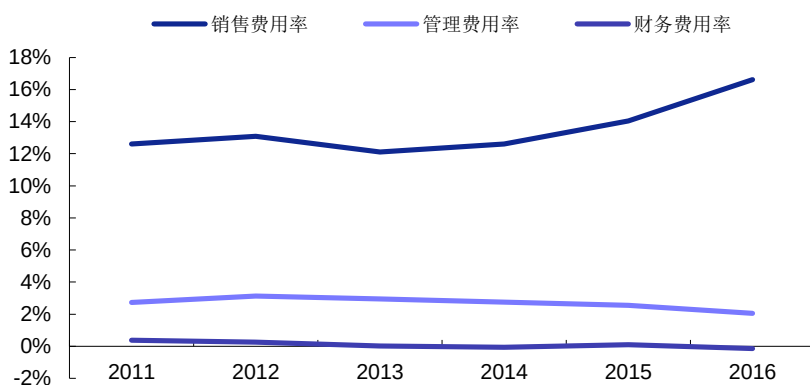
图3：面包收入加速增长，2016年同比增长约30%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

快速扩张期销售费用率不断上升，销售及财务费用率稳步下降。随公司收入持续增长、规模优势越发突出，管理费用率随之下降；同时由于公司经营稳健、现金流状况良好，财务费用也一直保持在极低水平。2016 年管理费用率为 2.05%，同比下降 0.5pct，财务费用率为-0.14%，同比下降 0.24pct。配合市场扩张需要，公司在近几年不断加大新市场费用投放，销售费用率逐年提高，主要投向包括产品跨区域运输带来物流成本上升；终端网点增多销售人员数量增加；加大广告营销推广力度。2016 年公司销售费用率为 16.61%，同比增长 2.6pct。但我们认为对处于快速扩张期的公司来收，加大费用投入力度有助于其快速占领市场份额，从而确保中长期的市场地位。

图 4：销售费用率呈上升趋势，管理和财务费用率稳步下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 家族企业，管理层稳定，机制较为灵活

公司是典型的家族企业，实际控制人共五人，其中吴志刚和盛雅莉是夫妻，吴学群、吴学亮、吴学东为两人的三子，他们合计持有公司股份总额的 77.86%。公司管理体制灵活，实际控制人同时担任主要管理者，对于公司具有较好掌控能力。同时，主要管理者已深耕烘焙行业二十余年，具备很强的专业性及对市场的高度敏锐性，能够准确把握发展方向并保证战略的有效落地和执行，为公司中长期稳健发展提供了良好支撑。

公司于近期出台了员工持股计划草案，将分五期实施以实现中长期激励效果，首期资金来源全部为奖励基金，与当期利润及利润同比增加值直接挂钩。本次计划将覆盖 108 名员工，包括 1 名高管及 2 名监事，可进一步完善公司激励机制。

图 5：典型家族企业，股权高度集中于家族成员



资料来源：Wind，安信证券研究中心整理

2. “工厂+批发”王者，模式优势尽显

2.1. 产品风味优秀奠定核心竞争力，终端动销表现良好

公司深耕烘焙行业二十余年，产品品质稳定风味优秀。公司成立于 1997 年，一直专注于烘焙糕点行业，在产品上已有很深的积淀。目前公司不仅从欧美日等烘焙行业领先的国家引进先进设备，成立技术研发部不断学习、研发烘焙新技术，还根据国人的饮食习惯和营养结构主动调整，生产出更受消费者喜爱的产品。以公司非常畅销的醇熟系列为例，醇熟产品采取汤种面包加工制作技术，口感、柔软度及面包弹性倍增。相比于其他品牌相同价位的切片面包，桃李面包醇熟系列弹性更大，不易碎裂，更适用于在早餐时搭配果酱、奶酪、早餐肉等食用，故产品非常受消费者欢迎，目前已成为年销售额过亿的明星单品。

图 6：醇熟系列风味独特，深受消费者喜爱



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

良好的口感和风味使桃李面包在竞争中处于优势地位，终端动销表现优秀。目前公司几大单品醇熟、天然酵母均为亿级体量，销售良好。公司采用“中央工厂+批发”经营模式，主要

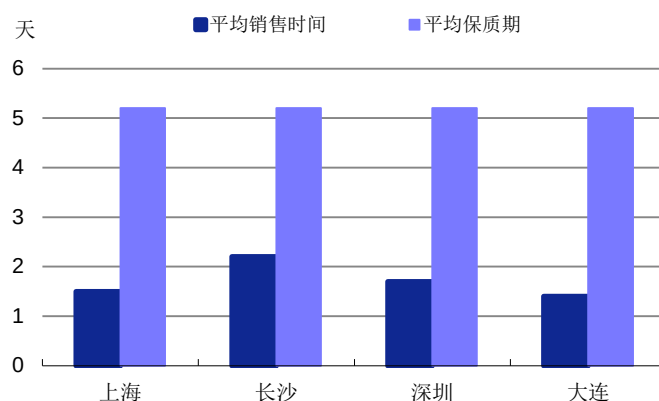
竞争对手为宾堡、曼可顿和嘉顿等。通过对上海、深圳、长沙以及大连等地区大型 KA 进行草根调研，我们发现桃李面包产品所占面积较大，且货架陈列十分醒目。从周转来看，商超货架上的桃李面包平均保质期一般为 5-7 天，货架产品普遍较新，普遍为近 1-2 天新生产的产品，剩余保质期较长，周转表现优于竞争对手。

图 7：桃李在主流 KA 销售区陈列面积较大且十分醒目



资料来源：实地调研，安信证券研究中心

图 8：桃李面包终端动销表现良好



资料来源：实地调研，安信证券研究中心

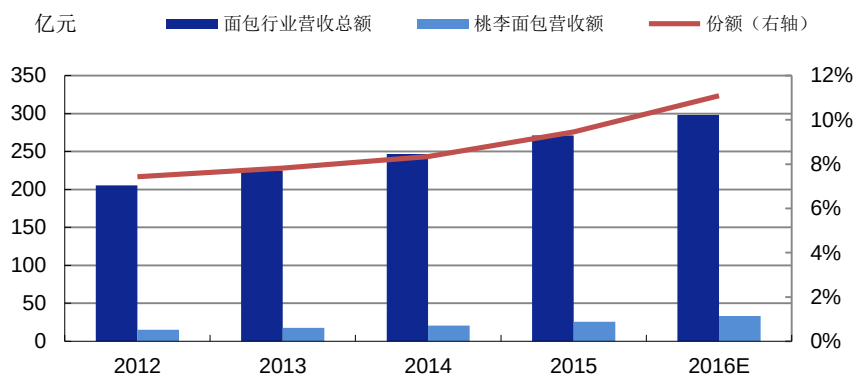
产品性价比高，市场份额逐年提升。与主要对手宾堡、曼可顿进行比较，公司同类产品单价相对较低，但产品品质和品类丰富度则优于竞争对手，性价比突出。以迷你豆沙面包为例，桃李单价为 35.29 元/千克，低于宾堡的 108.82 元和曼可顿的 46.47 元。细腻的口感以及突出的性价比使得桃李产品动销表现良好，市场份额也逐年提升，从 2012 年的 7.44% 快速提升至 2016 年的 11.09%。

表 1：主流品牌相同产品比较，桃李性价比较好

品牌	品名	单价 (元)	净重 (g)	每 1000g 价格 (元)
桃李	桃李天然酵母面包	39.8	750	53.06
宾堡	宾堡天然酵母面包	45	750	60.00
桃李	桃李迷你豆沙面包	6	170	35.29
宾堡	宾堡本色豆沙面包	18.5	170	108.82
曼可顿	曼可顿特选豆沙面包	7.9	170	46.47
桃李	桃李手撕面包	5.8	160	36.25
宾堡	宾堡手撕面包	5.3	150	35.33
曼可顿	曼可顿手撕面包	8	130	61.54
桃李	桃李奶棒面包	7.9	240	32.92
曼可顿	曼可顿超级奶棒	12.9	240	53.75
桃李	桃李醇熟切片面包	7.5	400	18.75
宾堡	宾堡本色切片面包	11.8	400	29.50
曼可顿	曼可顿超醇切片面包	8.9	400	22.25

资料来源：天猫官方旗舰店，京东旗舰店，安信证券研究中心

图 9：桃李面包份额逐年上升

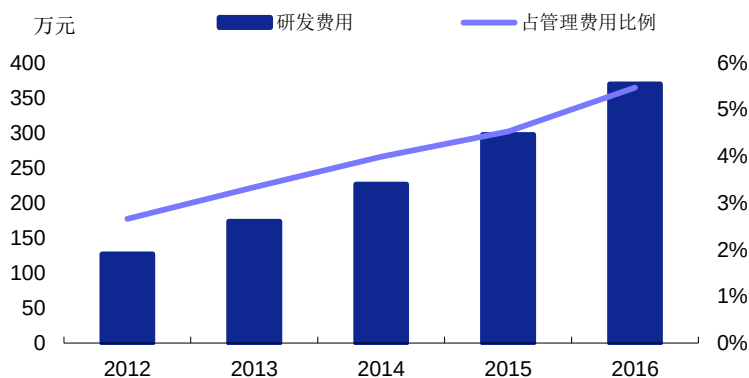


资料来源：Euromonitor，公司公告，安信证券研究中心

2.2. 大单品战略现端倪，注重产品组合和结构升级顺畅

保持良好新品推出节奏，“试点+推广”的研发模式下试错成本较低。公司始终注重新品研发，近年来不断增加研发投入，并保持较好的新品推出节奏，以不断优化产品结构并提升市场竞争力。公司 2017 年已经推出的单品包括菠萝炫、葡萄干切片等，目前在部分市场已经开始销售并取得了较好的消费者反馈。公司新品研发采用“试点+推广”的研发模式，由子公司或总部自主研发新品，在某一地区试点销售 4~6 个月，通过收集销售数据和顾客反馈开展分析，落后产品及时退出，成熟产品复制到其他地区进行推广。该模式下试错成本较低，提高了研发资金的使用效率，降低了管理成本，使公司能够灵活的根据市场需求调整产品类别。

图 10：研发支出增长较快，费用比率不断上升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11：公司新品菠萝炫



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

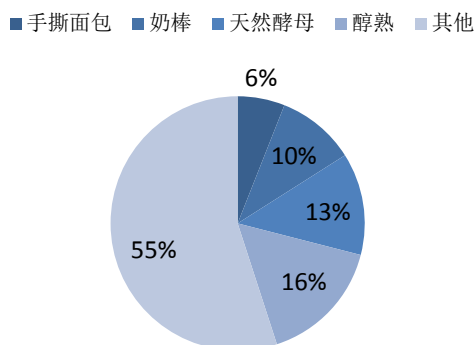
图 12：公司新品葡萄干切片



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

聚焦明星单品，大单品战略规模效应更加突出。公司坚持少而精的发展路线，面包产品品种仅三十多种，可通过规模化生产降低单位生产成本，从而提升整体运营效率和盈利能力。目前，公司已拥有奶棒、醇熟、天然酵母、手撕面包等多款成熟明星产品，其中奶棒、醇熟、天然酵母销售收入均已达亿级规模。根据草根调研数据，天然酵母 2016 年销售收入超过 3 亿，同比增速高达 30%~40%。根据我们的估算，奶棒、醇熟、天然酵母、手撕面包等成熟大单品所占收入份额约 50%。未来公司仍将保持较好的新品推出节奏，有望持续打造快速放量的明星单品，从而快速实现产品结构升级并进一步提升公司的盈利能力。

图 13：核心单品收入占比已接近一半

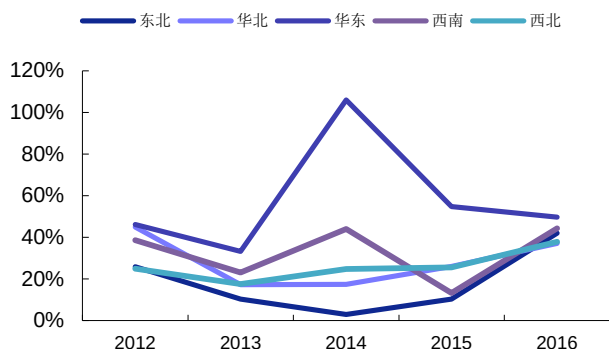


资料来源：安信证券研究中心估算

2.3. 渠道下沉与区域扩张齐头并进，产能扩张保障中长期发展

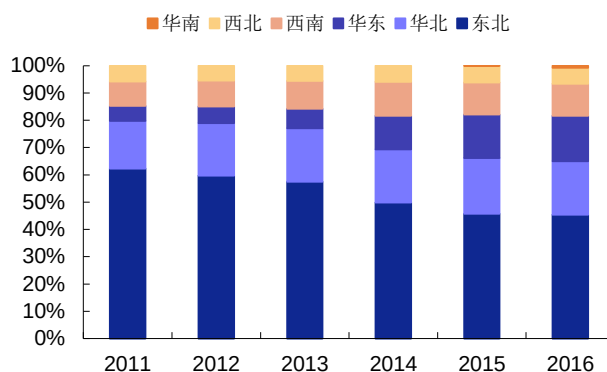
现有市场继续渠道下沉，积极拓展新市场。东北地区目前仍是公司收入的重要组成部分，但随着成熟市场网络的调整巩固和新市场的不断开发，区域间收入结构已在不断优化，东北地区收入占比已自 2011 年的 62.34% 下降至 2016 年的 50% 以下。分区域来看，东北地区增长依然强劲，这得益于公司在老市场继续加快销售网络细化和下移工作，进一步开拓细分消费市场和销售渠道，挖掘市场潜力，巩固和扩大公司产品原有市场占有率。同时，公司也在积极拓展新市场，通过设立子公司和逐步建设新产能的方式加快对空白市场的覆盖。以华东市场为例，销售收入已由 2011 年的 6589.34 万元快速增长至 2016 年的 6.13 亿元，复合增长率高达 56.21%，收入占比也由 5.51% 提升至 16.68%。

图 14：公司在东北以外地区销量增长迅速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

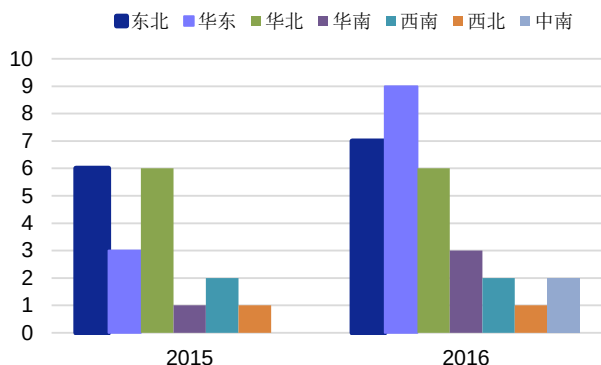
图 15：桃李面包收入份额向华东转移



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

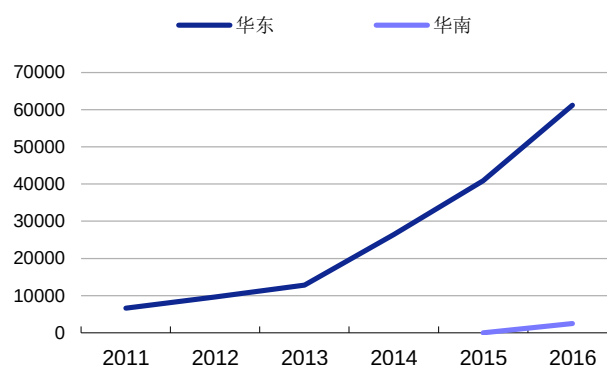
新市场规模仍小，增长潜力依然可观。目前公司在华南、华东、华中、西北、西南等地区销售收入绝对值仍相对较小，未来仍将加大突破力度，借鉴东北地区成熟的市场运作经验，通过产能扩张和渠道拓展相结合，不断提升公司产品的销售终端覆盖面和渗透率。从新增子公司的数据来看，公司 2016 年新增十一家子公司，其中公司在华东地区新建立六家全资子公司，中南地区新建立两家全资子公司，华南地区新建立两家全资子公司，体现了公司全国化扩张的积极态度，对应地区的收入也相应呈现出快速增长。

图 16：2016 年新设子公司多在华东、华南



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 17：华东、华南地区收入规模高速增长



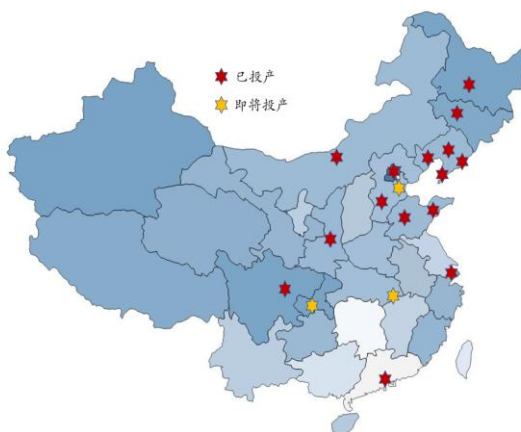
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

产能压力依然较大，期待新产能落地突破当前产能瓶颈。目前公司销售情况良好，整体产能利用率仍处于较高水平，同时由于部分地区新市场产能尚未投产，只能通过空运等方式销售其他地区工厂的产品，也使得覆盖面相对有限而销售费用走高。未来公司将继续稳步推进新产能建设，2016 年已通过定增以及变更首次公开发行募集资金用途等方式将逾 8 亿资金投入新产能建设，包括武汉桃李烘焙生产项目、重庆烘焙食品生产基地项目、西安桃李食品烘焙项目、天津友福食品有限公司等投资项目。目前，公司已在全国 15 个区域建立了生产基地，基地辐射范围扩大至全国大部分地区，并有多处在建基地，预计新基地投产后新增产能可有效支持覆盖公司产品需求的高速增长，进一步发挥公司快速扩张优势。

表 2：桃李面包 2016 年项目建设

序号	项目名称	使用募集资金（万元）	预计产能（吨）	投产时间	预计年均营收（万元）	预计年均收益（万元）
1	武汉桃李烘焙食品生产项目	35,500.00	25500	2019	45642.61	5987.44
2	重庆烘焙食品生产基地项目	27243.04	19000	2019	33177.18	4943.89
3	西安桃李食品有限公司烘焙项目	11,056.96	6500	2018	9278.31	1431.3
4	天津友福食品有限公司投资项目	8552.56	8700	2017	13601	1872.76

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18：生产基地覆盖全国大部分地区


资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

2.4. 渠道扩张可复制性强更为快速高效，盈利能力明显优于连锁店模式

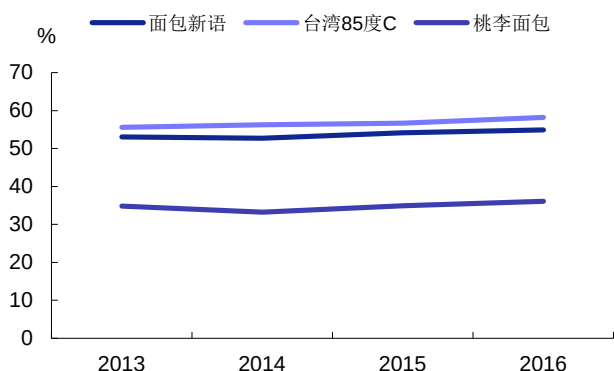
“中央工厂+批发”经营模式代表企业，渠道扩张快速高效。当前烘焙行业的经营模式主要分为两种：“中央工厂+批发”经营模式和连锁店经营模式，公司采用前者，由工厂直接生产成品，再配送至商超和经销商进行销售。标准化生产及特殊的包装工艺保证了产品口感和新鲜度，从而实现更远的销售半径；而利用现有零售渠道开展销售则具有很强的可复制性，为快速扩张提供保障。

表 3：两种经营模式对比

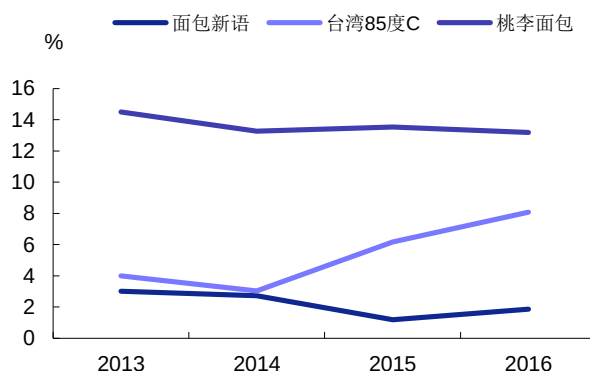
模式	细分模式及特征	代表企业	优势
中央工厂+批发	工厂直接生产成品，再配送至商超和经销商进行销售	桃李面包，曼可顿	工厂标准化生产，规模经济效益；销售半径远，全国化容易；保质期长
中央工厂+连锁店	在市郊设立工厂制作成品或半成品，在市区设立的连锁店进行现场加工和销售	克莉丝汀/麦趣尔/面包新语/85 度 C/好利来	产品丰富新鲜；迎合高端消费人群

资料来源：安信证券研究中心

桃李毛利率低于连锁店模式，但净利率则明显高于竞争对手。通过对比两种模式下代表公司的盈利情况，连锁店模式的毛利率相对更高，产品定位定价均处于较高水平。但由于人力、店面租金维护和营销费用逐年走高，连锁店模式的净利润率明显低于桃李面包。以连锁店模式的克莉丝汀、面包新语和 85 度 C 为例，其净利率普遍在 2%-3%，克莉丝汀甚至出现了亏损，而桃李面包的净利率则可高达 12%-15%。

图 19：批发模式毛利率水平低于连锁店模式


资料来源：Wind, Bloomberg, 安信证券研究中心

图 20：批发模式净利润率高于连锁店模式


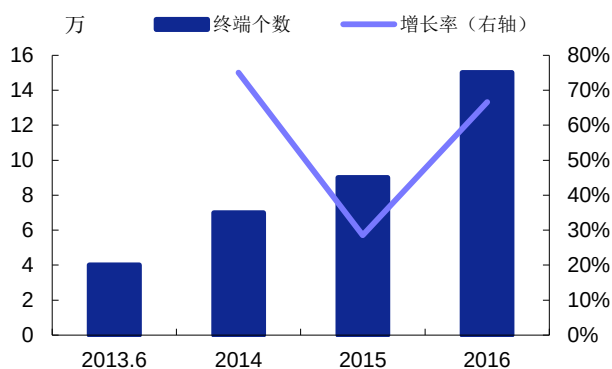
资料来源：Wind, Bloomberg, 安信证券研究中心

渠道扩张可复制性强，终端数量快速增长。目前，公司主要通过直营和经销两种模式进行销售：一是针对大型连锁商超（KA 客户）和中心城市的中小超市、便利店终端，公司直接与其签署协议销售产品的模式；二是针对外埠市场的便利店、县乡商店、小卖部，公司通过经销商分销的经销模式。公司现已与家乐福、沃尔玛、大润发等多个大型连锁商超之间建立起稳定的合作关系，产品动销情况良好，有望快速复制到新开拓市场。此外公司的经销商及终端数量均保持快速增长，也体现了公司全国化进程的迅速高效。截至 2016 年 12 月 31 日，公司已在东北、华北、华东、西南、西北、华南等 15 个中心城市及周边地区建立起 15 万多个零售终端，同比增加 67%。经销商数量也由 2014 年的 341 家增加至 2015 年 6 月的 563 家。

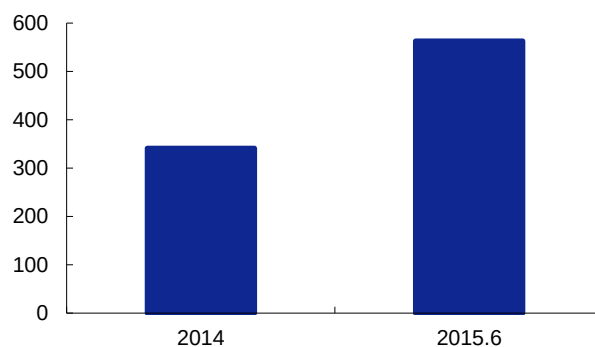
表 4：公司销售模式

市场形态	客户分类	直营模式	经销模式
中心城市	KA 客户	✓	-
	中小客户	✓	-
外埠市场	KA 客户	✓	-
	中小客户	-	✓

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 48：零售终端布局加速


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 49：经销商数量快速增长


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

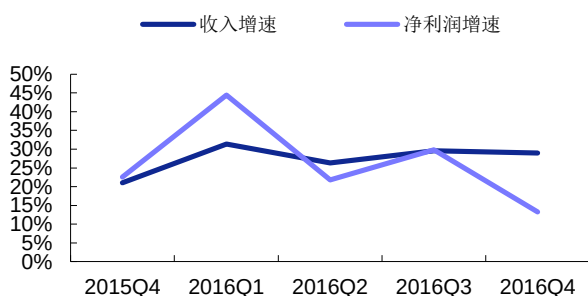
3. 快速扩张中利润增速仍可观，成长与盈利性兼具

3.1. 扩张期仍能保持较高盈利水平，“工厂+批发”模式下低成本构成核心竞争力

3.1.1. 快速扩张过程中仍能保持较高盈利水平

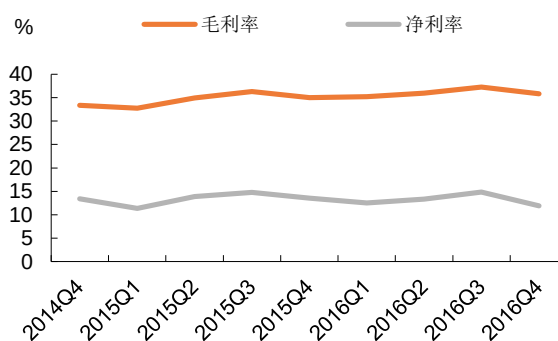
公司自 2015 年上市以来主动加快了全国化扩张的步伐，收入维持 20% 以上的高速增长，除 16 年四季度由于扩张加速及费用确认节奏不均衡的原因导致净利润增速明显慢于收入外，此前公司收入和净利润基本能保证同步快速增长，实属难能可贵。盈利能力角度来看，公司的净利率也一直保持在较高水平，并未因扩张因素出现明显下滑。

图 21：收入、净利润均保持较快增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：净利率基本保持在较高水平

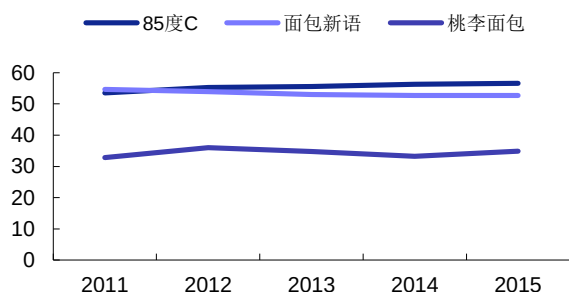


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.2. “工厂+批发”模式费率较低，低成本构成核心竞争力

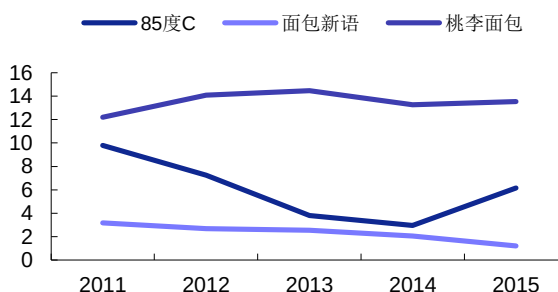
当前烘焙行业的经营模式主要分为两种：“中央工厂+连锁店”和“中央工厂+批发”，桃李面包所采用的是后者。“中央工厂+连锁店”模式下产品精美多样、门店装修时尚，更能满足消费者多样性需求，能产生良好的“体验经济”效应和品牌影响力，故毛利率相对较高，但自建门店人工及租金成本较高且扩张速度极为受限，净利率反而较低，代表企业有面包新语、85 度 C；“中央工厂+批发”模式下产品品种相对较少，在细分品类上聚焦少而精，追求生产销售规模，规模经济优势显著，由于高度标准的工厂生产以及特殊的包装工艺，产品保质期更长、销售半径更远，更容易实现全国化，同时由于该模式依托现有零售渠道开展销售无需自建渠道，费用投入相对较低，故毛利率虽然偏低但净利率远高于前者。

图 23：两种经营模式毛利率比较



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 24：两种经营模式净利率比较



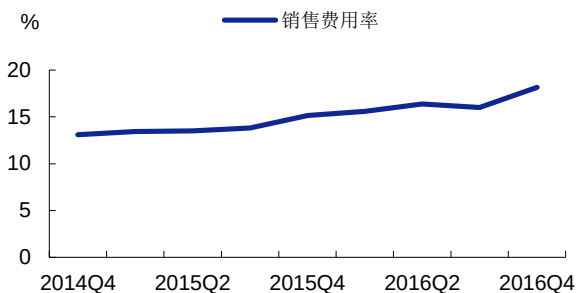
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.1.3. 短期费用投入增加不改中长期盈利判断

由于面包产品保质期较短，对企业的供应链管理及配送效率要求均较高。桃李面包目前采用

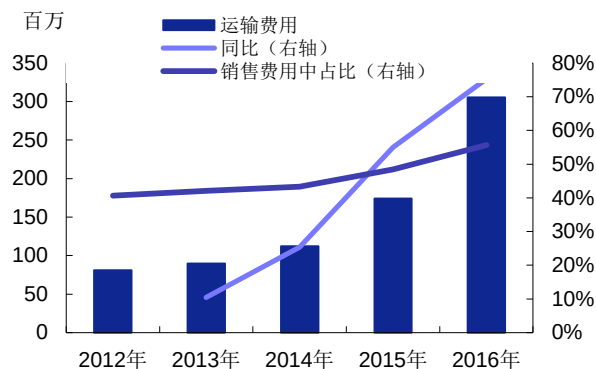
委托第三方物流公司和自建车队相结合的物流配送模式，并按照销售市场和客户的不同分为两级物流体系，以确保产品能快速高效地到达终端，从而降低运输管理成本。在有工厂覆盖的区域均选择从工厂就近发货，在尚未覆盖的区域可能选择从其他区域空运至当地开展销售，近几个季度由于公司加快扩张步伐，部分地区产能建设尚未跟上，空运比例有所提升，导致销售费用率有所上升，其中运输费用增加为主要原因。但是未来随着公司全国产能的陆续投放，我们认为运输成本将得到有效分摊，销售费用率也将随之回归到正常水平，中长期盈利能力有望随规模效应扩大而持续提升。

图 25：近三个季度销售费用率略有上升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26：运输费用近两年快速上升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 产能扩张稳步推进，助力收入增长并提升盈利能力

为了加快全国化扩张步伐并提升扩张效率，公司已积极在新市场进行产能布局。根据我们的简单梳理，按照公司目前所披露的产能建设计划，未来 1-2 年每年都会有超过 3 万吨新产能投产，公司目前产能在 18 万吨左右，对应产能增速在 15% 以上，为收入的快速增长提供了重要保障；同时新产能的投产有助于公司更好地覆盖新市场开展精耕细作，并大大降低运输物流成本，利润端将受益加速增长。中长期来看，公司仍会进一步开展更多产能建设以匹配扩张需求，虽然由于下游需求旺盛及扩张迅速等原因公司产能始终处于偏紧状态，但中长期来看这一压力将逐渐得到缓解，公司收入及利润增长均有望受益提速。

表 5：部分新建及在建产能整理

产能项目名称	规划年产能 (万吨)	建设进度/ (预计) 投产时间
东莞桃李生产基地	1.0	2016 年底完工投产
石家庄桃李生产基地	0.9	2016 年底完工投产
天津友福食品公司	0.87	预计 2017 年投产
重庆桃李生产基地一期	1.0	预计 2017 年投产
西安桃李生产基地	0.65	有望 2017 年投产
沈阳面包生产基地	3.5	预计 17 年动工，18 年有望投产
重庆桃李生产基地二期	0.9	预计 2018 年投产
武汉桃李生产基地	2.55	待定

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 烘焙行业有望延续量价齐升，集中度提升利好龙头企业

4.1. 西化生活方式助力烘焙行业快速增长

随着人民生活水平的提高和生活方式的变化，越来越多的家庭选择简易便捷的休闲食品作为早餐食材。烘焙食品以其即买即食、营养健康的特点成为早餐首选。

80、90 后偏爱“西式下午茶”，生活方式逐渐西化。随着 80、90 乃至 00 后逐渐成为消费的

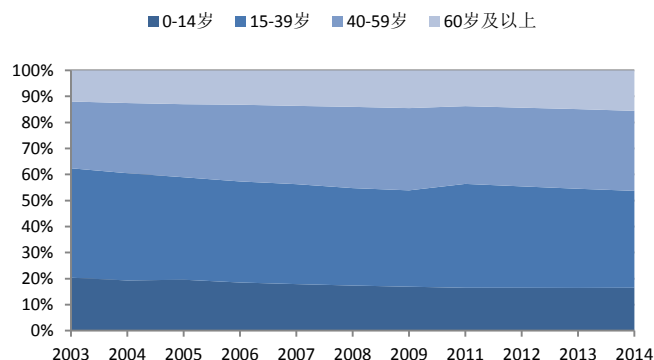
中坚力量，人们休闲放松的消费场所也随之发生改变。面包店、咖啡馆成为年轻群体休闲消费的主流场所，消费方式在逐步西化。以重要的西餐配料奶酪为例，从 2013 年开始，我国奶酪进口数量呈现快速增长趋势，2017 年 2 月我国奶酪进口数量已经达到 9555 吨。随着白领人群的扩大，咖啡已经成为很大一部分人群每天的必需品，2008 年中国咖啡销售额为 33.97 亿元，2016 已经增长至 71.7 亿元，复合年均增速达 9.78%。

图 27：消费场所与目的变迁，咖啡馆、面包店成时尚新宠



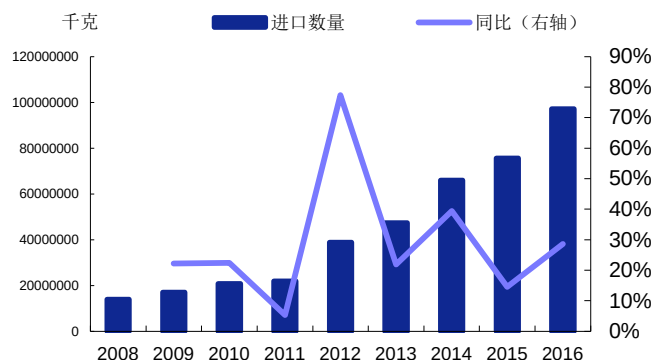
资料来源：《现代烘焙》，安信证券研究中心

图 28：80、90 后仍保持较高占比，年轻消费者基数大



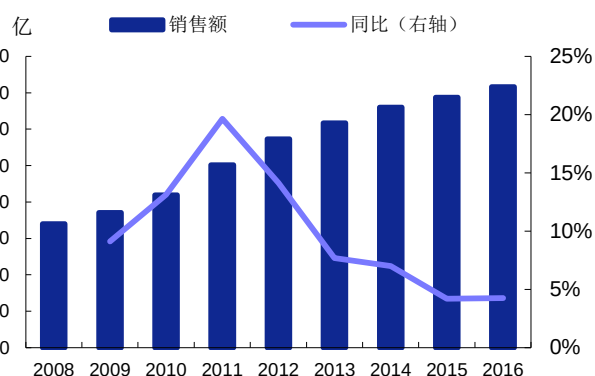
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 29：近几年，作为西餐配料的奶酪进口数量快速增加



资料来源：Wind，安信证券研究中心

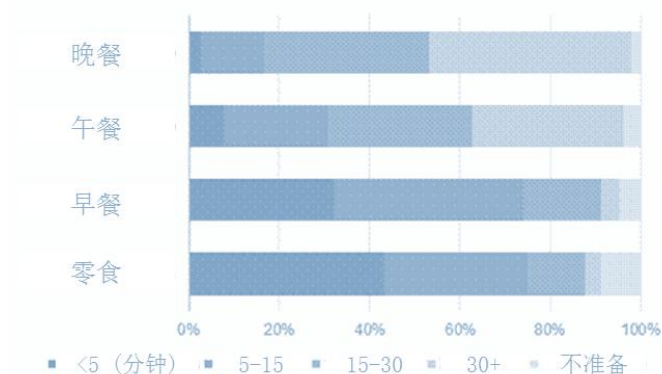
图 30：咖啡销售额逐年增加，2016 年达 71.7 亿



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

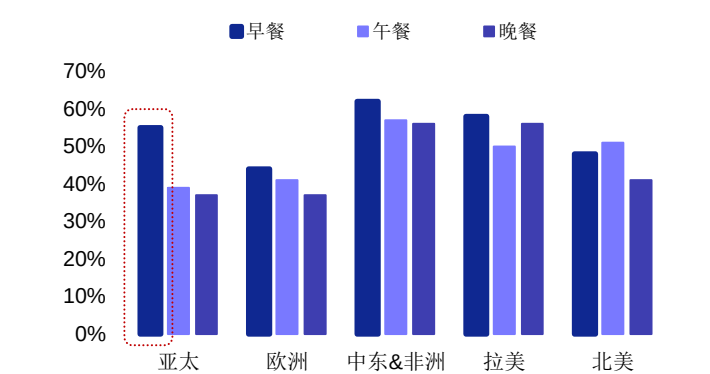
早餐快餐化趋势不可逆转，省时省力的早餐将更受欢迎。受传统文化及固有消费习惯影响，中国人依然习惯精心准备午餐和晚餐，并多以米饭、面条、馒头等作为主食。但由于生活节奏加快，准备早餐的时间则大大降低，特别是在大城市，受早高峰时间长且拥挤等因素的影响，早餐时间格外宝贵，边走边吃俨然成为上班族的生活新常态。根据欧睿的调查数据，消费者更倾向于花时间精心准备晚餐和午餐，但超过 70% 的受访者用于准备早餐的时间不超过 15 分钟，购买快速食用的早餐则更为盛行。同时，根据尼尔森的调研报告，亚太地区消费者用零食代替传统早餐的倾向也最高，比率达 55%，远高于取代午餐和晚餐的比例。我们认为面包作为典型的快餐之一，其早餐渗透率的提高将是未来不可逆转的发展趋势。

图 31：准备早餐时间在三餐中最短，倾向选择快餐替代



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

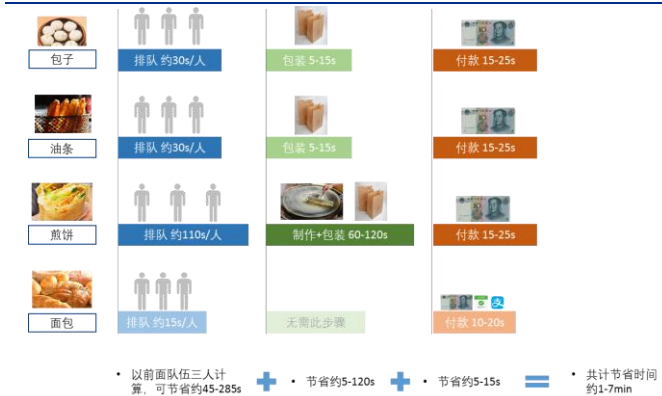
图 32：亚太地区倾向于以零食取代传统早餐



资料来源：Nilsen，安信证券研究中心

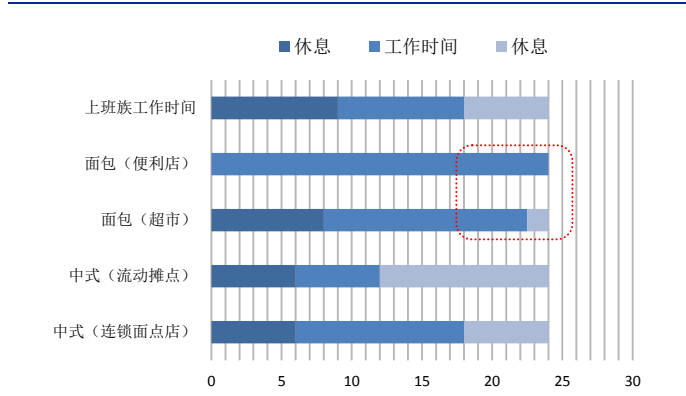
快速便捷，面包更符合现代早餐的诉求。上班族早晨时间紧张，因此多喜欢在外购买早餐，“边走边吃”节省时间。从时间角度来说，包子、油条、煎饼等都需要早晨现场制作或打包，且单一批次产量有限，排队等候时间可能较长；而面包即买即走无需等待太久，更可在前一天晚上提前准备好，大大节省了早晨的宝贵时间。根据我们的简单测算，可以看到购买面包与包子、油条、煎饼等中式早点相比，可节省约 1-7 分钟的时间，这对于上班族而言无疑是非常宝贵的。而从购买便利度来说，面包可于超市、便利店、杂货店等多种终端购买，网点更多，营业时间较长，方便晚上下班后购买；传统中式面点则主要为流动摊点、私人小店和少量连锁店，且营业时间相对较短，特别是流动摊点营业地点和时间均具有不确定性，购买便利程度较低。因此，从省时和方便两个角度而言，面包都有望成为现代早餐的重要组成部分。

图 33：与传统中式早餐相比，面包购买更为快捷省时



资料来源：《现代烘焙》，安信证券研究中心

图 34：面包购买渠道广泛、营业时间长，方便下班后购买



资料来源：大众点评，安信证券研究中心

经济实惠，品类多样，面包与中式面点难分伯仲。从价格角度来说，以上海地区商品价格为例进行简单花销测算，面包与传统早点的总花销不存在显著差异，因此食用面包并不会加重消费者的经济负担。同时面包选较传统早点品种、款式更为多样化，且携带方便、没有异味、食用方便，为消费者提供了更广泛的选择，在未来具有良好的发展空间。

表 6：以上海地区为例进行简单花销测算，食用面包与中式早点在总花销上无显著差异

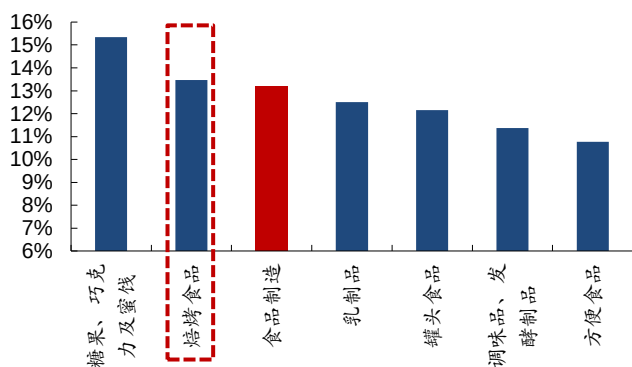
产品分类	单价（元）	数量	总花销（元）
包子	2~3	2	4~6
油条	2~4	2	4~8
煎饼	4~8	1	4~8
面包	4.5~10	1	4.5~10

资料来源：大众点评，Euromonitor，安信证券研究中心

4.2. 烘焙行业保持高速增长，未来有望延续量价齐升

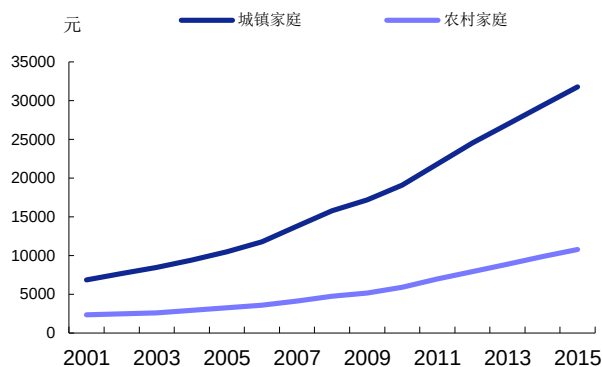
受益于消费升级，烘焙行业高速增长。随着经济发展和人民生活水平的提高，消费升级带动烘焙食品行业迎来快速增长时期。2011-2014 年烘焙食品制造收入复合增长率为 13.5%，高于食品制造业整体增速 13.2%，仅次于糖果、巧克力及蜜饯制造。另据 Euromonitor 统计，中国大陆人均烘焙品消费金额从 2000 年的 5.4 美元上升到 2016 年的 19.1 美元，年复合增长率高达 9.4%，且近年来增长速度有加快趋势。近两年的烘焙产品消费总额成长率维持在 13%-14%，而美国烘焙零售额增长率仅为 4%。

图 35：烘焙食品行业收入 CAGR 高于平均水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

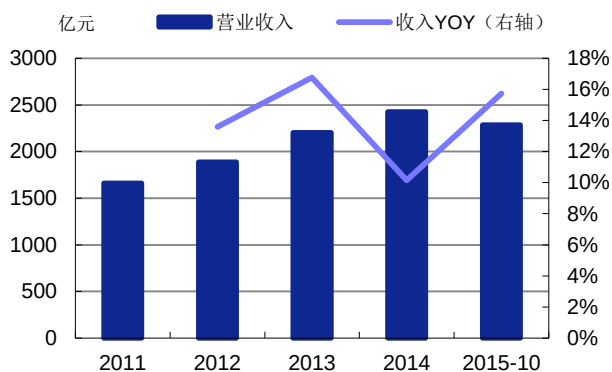
图 36：年人均可支配收入情况



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

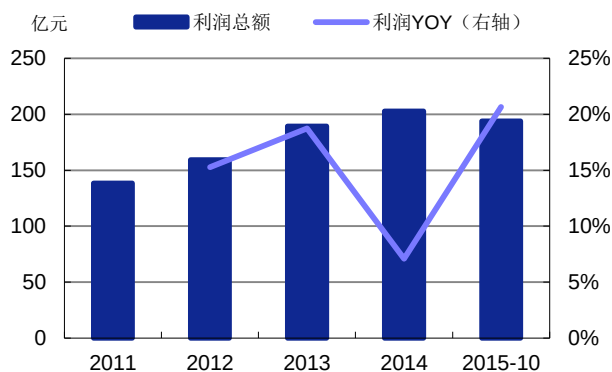
2011-2014 年，烘焙行业的收入规模从 1661 亿增至 2427 亿元，利润总额从 138.3 亿元增至 202.7 亿元，CAGR 分别为 13.5% 和 13.6%，2015 年 1-10 月营收达 2285 亿元，同比增长 16%；利润总额达 194 亿元，同比增长 21%。

图 37：烘焙行业主营收入规模



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

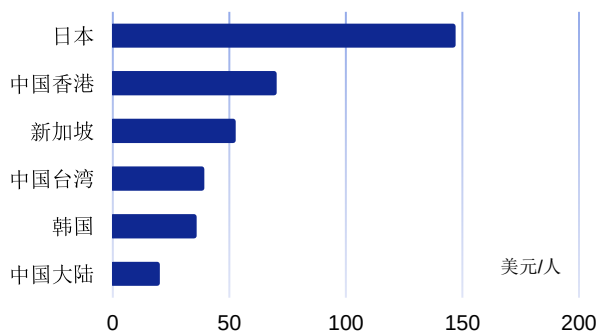
图 38：烘焙行业利润规模



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

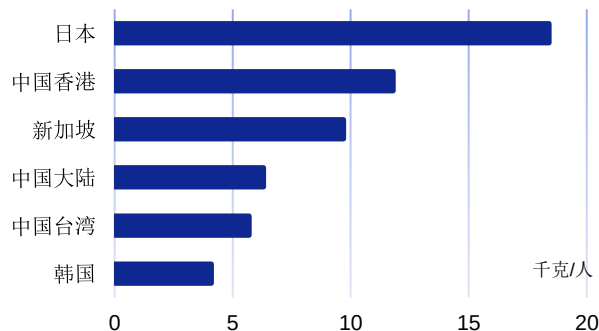
看国际，中国消费产品单价提升存在很大空间。根据 Euromonitor 统计，中国内地 2016 年烘焙产品人均消费金额仅为 18.3 美元，远落后于美国的 177.3 美元/人、英国的 130.6 美元/人和日本的 162.7 美元/人，即使是和亚洲其他地区香港、台湾、新加坡等地相比也存在较大差距。而通过量价分解的分析，我们可以发现当前的低消费水平主要低在消费产品单价。但对于这类烘焙产品来说，大型企业更具规模优势和成本管控能力，产品单价有望更低，因此可以推测当前消费的很多产品可能来自不正规流程和不合格原材料。但随着人们收入水平的提升和安全消费意识的增强，未来中国烘焙食品的消费将逐渐由杂牌转向正规知名品牌，消费单价也将随之提升。从单价提升来看，我国的烘焙市场规模具备翻倍潜力。

图 39：亚洲各地区人均烘焙食品消费，大陆处于较低水平



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

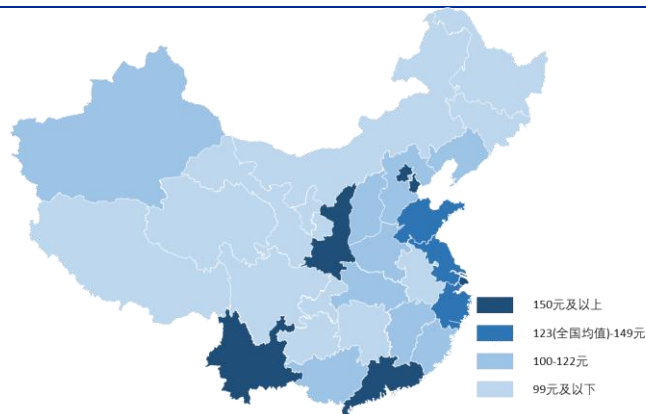
图 40：消费量来看中国大陆处于亚洲中等水平



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

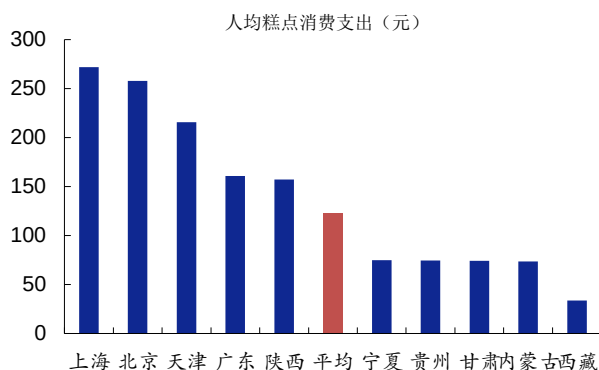
看国内，经济欠发达地区有望提供更多增长空间。由于我国地区间经济发展差距较大，目前烘焙产品的消费多集中在经济发达地区，北上广等一线城市消费远超过全国平均水平。而消费低于平均水平的省份人口占比接近 65%，这部分人群基数大，其烘焙消费有望随着这部分地区的经济发展快速提升。因此烘焙行业在欠发达的二三线城市仍具有很大的发展空间，行业增长潜力巨大。

图 41：人均消费金额参差不齐，大陆欠发达地区普遍较低



资料来源：《现代烘焙》，安信证券研究中心

图 42：地区间差异高达 4 倍，欠发达地区大有空间

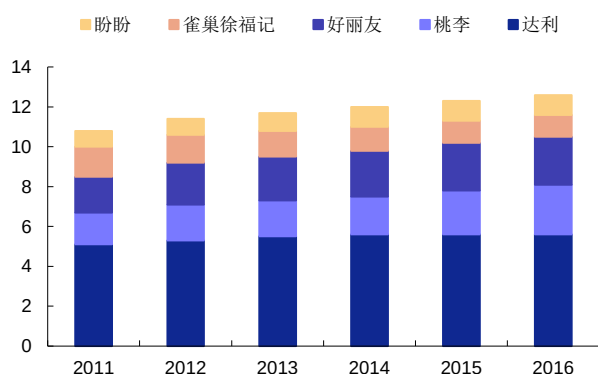


资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.3. 行业集中度仍处于较低水平，龙头企业份额提升是大势所趋

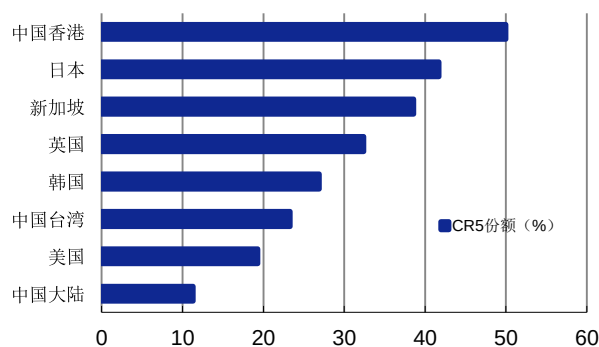
烘焙行业集中度呈不断上升趋势，但仍处于较低水平。欧睿数据显示，2016 年国内包装烘焙食品行业 CR5 仅 12.6%，其中达利食品、好丽友和桃李面包市场份额列前三，市场份额分别为 5.6%、2.5%和 2.4%。和国外发达国家及地区相比，国内烘焙行业集中度虽然已在过去十年间不断上升，CR5 份额从 7%上升至 12.6%，但横向比较仍处在较低水平，我们认为未来行业龙头的市场份额有望进一步提升。

图 43：国内包装烘焙食品行业 CR5 仅 12.6%



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

图 44：国内烘焙食品 CR5 远低于发达国家和地区

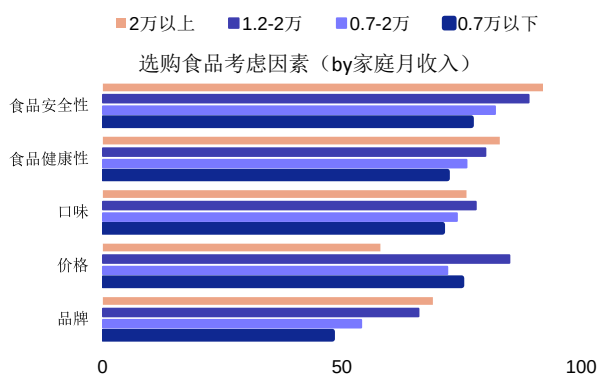


资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

随着行业逐渐进入成熟期，集中度提升是行业必然趋势：

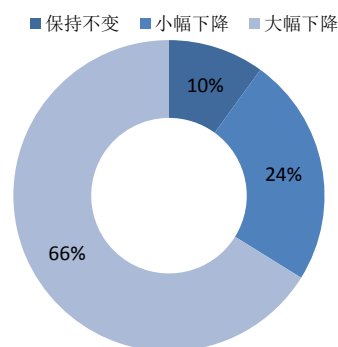
食品安全饱受关注，监管措施不断强化，中小企业隐患多难以存续。近年来食品安全问题广受关注，消费者在选购食品时也将安全性作为其最重要考量因素。一旦发生食品安全问题，87%消费者对品牌的信任度都将出现不同程度的下降，这意味着安全隐患较多的中小企业将越来越难得到消费者的青睐与购买。此外，随着 2015 年 5 月份新“食品安全法”的修订，行业在市场准入、原料采购、生产流程等方面的政策标准不断严格。这不仅能限制大量不规范企业的进入，又能加快淘汰存在安全隐患的中小企业。

图 45：食品选购时安全性和健康性是最重要考虑因素



资料来源：IPSOS，安信证券研究中心

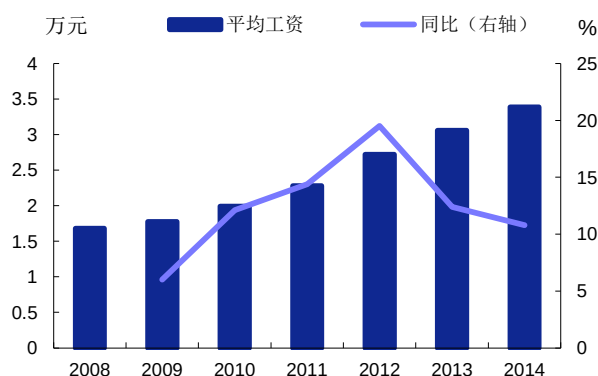
图 46：食品安全问题将导致 87% 消费者的品牌信任度下降



资料来源：IPSOS，安信证券研究中心

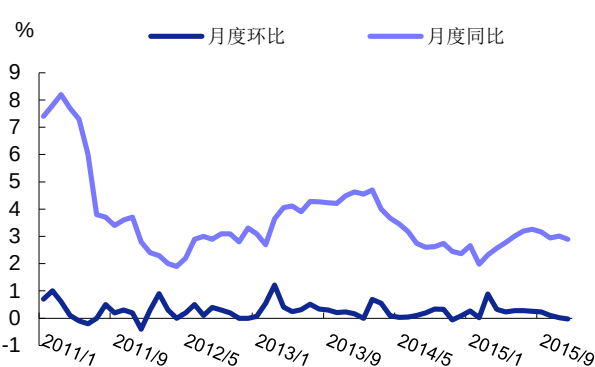
成本快速上升挤压小企业利润空间，规模优势和管理能力重要性越发凸显。对于批发型烘焙企业来说，规模效应所带来的单位制造成本下降、原材料采购价格优势有助于提升整体盈利能力。而对于连锁店模式企业来说，近年来中国的工资、房租等营运成本上涨明显，近七年来零售行业人均工资 CAGR 达 12%，而城市租房成本也不断攀升，11 年至今城市租房 CPI 指数已累计上升超过 17%。但中小型烘焙企业在收入端的增长，并不足以抵消成本上升的负面影响，这使得小品牌的利润空间不断被压缩甚至面临亏损，退出市场可能变大。而具备规模经济、营运效率较高的大品牌则可扩大领先优势、进一步提升市场占有率。

图 47：零售业人均工资涨幅明显，近 7 年 CAGR 达 12%



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 48：城市租房 CPI 指数近年来不断上涨，租金成本攀升



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

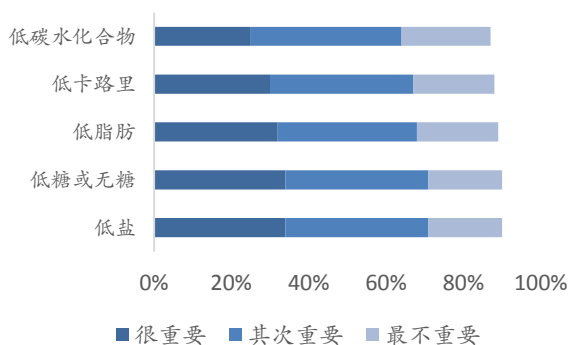
中小品牌缺乏创新产品力薄弱，未来将被逐渐淘汰。最后，当前行业内产品同质化程度严重，消费者品牌忠诚度低。随着消费向多元、健康化升级，企业必将加强创新，以提升产品质量和打造个性化品牌，消费者对品牌的依赖将加深，而过去那些缺乏技术和资金、简单模仿的企业将随之被整合或淘汰。

4.4. 消费者对营养价值关注度不断提升，短保产品将逐渐替代长保产品

4.4.1. 随消费升级及消费观念转变，消费者更注重营养价值

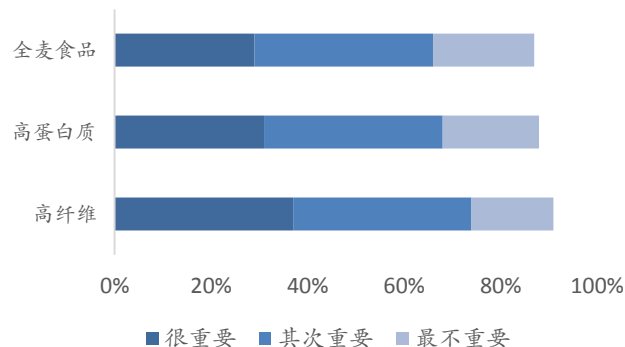
随着消费升级和消费观念的转变，消费者正在更加注重膳食的均衡和营养。通过使用功能性配料（膳食纤维、低聚糖、糖醇等），减少蔗糖脂类使用量，烘焙食品将由高糖、高脂肪、高热量的现状向低卡、低糖、低油的方向发展。根据尼尔森数据显示，消费者目前正在越来越关注食品健康指标，青睐天然程度高的食品品种，并且超过 75% 的中国消费者愿意为更健康的食品支付相应溢价。

图 49：消费者的“五低”食品偏好



资料来源：尼尔森，安信证券研究中心

图 50：消费者更青睐健康纯天然的食物



资料来源：尼尔森，安信证券研究中心

4.4.2. 新鲜健康，短保产品将逐渐取代中长保产品

烘焙食品按保质期可分为长保、中保、短保。一般认为保质期在半年到一年的为长保产品，在 3 个月-6 个月之间的为中保产品，在 3 个月之内尤其是指 30 天之内的为短保产品。随着生活方式和饮食习惯的转变，防腐剂和添加剂含量较高的中长保烘焙食品已不复过去辉煌，而短保烘焙产品则以其新鲜、零添加或少添加的特点越来越受到消费者的青睐。近 1-2 年，以港荣蒸蛋糕为代表的短保烘焙食品成为市场新宠儿，短保产品迎来井喷期。受此影响，一些长保厂商也开始布局中短保产品，抢占短保产品这片蓝海，如达利就曾于 2015 年底推出首款保质期仅有 90 天的达利园“菓真”面包。由于非包装面包产品保质期一般比包装面包短，

从欧睿数据可以发现自 2013 年开始，非包装面包的销售增长一直快于包装面包的增长，未来短保产品对中长保产品的替代仍是大势所趋。

表 7：短保烘焙食品以其新鲜的品质广受消费者欢迎

保质期	主要品牌	明星产品	产品特点
长保	半年到一年	达利园、好丽友、盼盼	蛋黄派、巧克力派、法式小面包
中保	3 个月-6 个月	达利园、回头客	瑞士卷、铜锣烧、华夫饼
短保	3 个月以内，尤其是指 30 天之内	港荣、森友、桃李、宾堡、曼可顿、各大面包房	蒸蛋糕、醇熟、焙软、口袋面包、香蕉牛奶蒸蛋糕

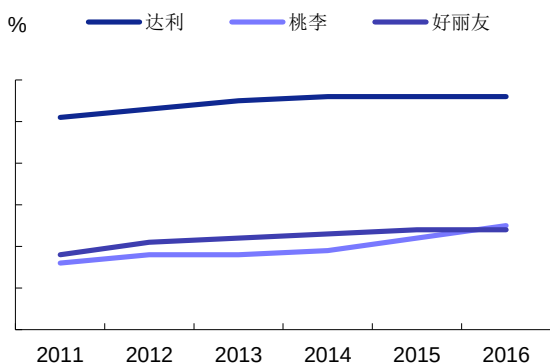
资料来源：安信证券研究中心整理

图 51：长保品牌达利进军短保市场



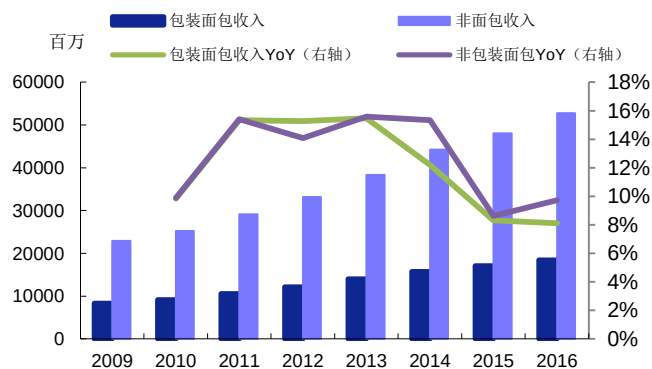
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 52：桃李主营短保品，增速超过达利、好丽友



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

图 53：非包装面包收入增速高于包装面包，



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

5. 投资建议

5.1. 分业务经营展望

面包主业有望继续保持量价齐升：综合考虑公司的区域及产能扩张计划，我们预测公司未来三年仍有望保持 20% 以上的销量增速；同时由于公司积极推出新品、推进产品结构升级，我们认为产品均价和毛利率也有望随之不断提升。

月饼将呈量升价降，粽子业务主动收缩：未来随月饼新产能投放，月饼销量有望随之上升，

但公司仍坚持月饼作为家庭大众消费品的产品战略，故预计产品均价和毛利率仍会略有下降。粽子生产需消耗大量人工成本，故公司在过去几年选择主动收缩，预计未来几年将保持相对稳定。

5.2. 短期费用投入不改高成长性，估值应体现一定成长性溢价

短期费用投入系扩张需要，利润增速有望逐渐超过收入：公司于近两年来加快扩张步伐，费用上升较快导致利润增速慢于收入，但我们认为这并不改变公司的高成长性。其次通过对销售费用进行拆分，最大增量来自运输费用的增加，这主要是由于公司尚未实现全国产能布局，部分地区目前通过空运等方式实现产品覆盖与销售，故运输费用快速上升。但未来随着公司产能布局趋于完善及销售规模扩大，该部分费用占比将会明显下降，销售费用率也会随之下降，同时受益于规模效应不断增强，公司整体制造费用和三费率均有望随之下降，利润增速有望逐渐由慢于收入转变为快于收入。

稀缺成长性标的，估值应体现一定溢价：在目前食品行业整体增长平淡的情况下，我们认为公司作为稀缺的高成长性标的，且业绩确定性较强，可赋予一定估值溢价；此外公司上市时间相对较短目前尚不满两年，也导致公司估值水平高于可比公司。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,563.3	3,305.5	4,079.4	5,069.4	6,314.2	成长性					
减:营业成本	1,669.0	2,111.2	2,567.7	3,181.4	3,956.6	营业收入增长率	24.6%	29.0%	23.4%	24.3%	24.6%
营业税费	25.1	40.4	43.5	55.2	71.1	营业利润增长率	26.4%	23.0%	18.5%	20.7%	25.3%
销售费用	359.8	548.9	743.5	946.1	1,172.1	净利润增长率	27.1%	25.5%	17.2%	20.2%	24.8%
管理费用	65.6	67.6	85.7	116.6	151.5	EBITDA 增长率	29.1%	19.9%	20.3%	21.6%	22.6%
财务费用	2.6	-4.6	-3.4	-4.6	-7.4	EBIT 增长率	27.6%	21.3%	18.9%	20.6%	25.1%
资产减值损失	2.5	3.2	3.0	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	27.6%	21.7%	19.1%	20.6%	25.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.7%	30.8%	23.9%	8.4%	8.4%
投资和汇兑收益	-	1.0	-	-	-	净资产增长率	80.1%	10.1%	17.4%	17.8%	18.9%
营业利润	438.8	539.7	639.5	771.7	967.2	利润率					
加:营业外净收支	8.6	19.8	15.0	15.0	15.0	毛利率	34.9%	36.1%	37.1%	37.2%	37.3%
利润总额	447.4	559.6	654.5	786.7	982.2	营业利润率	17.1%	16.3%	15.7%	15.2%	15.3%
减:所得税	100.4	124.0	144.0	173.1	216.1	净利润率	13.5%	13.2%	12.5%	12.1%	12.1%
净利润	347.0	435.5	510.5	613.7	766.1	EBITDA/营业收入	20.2%	18.8%	18.3%	17.9%	17.6%
						EBIT/营业收入	17.2%	16.2%	15.6%	15.1%	15.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	88	95	97	92	78
货币资金	741.0	453.3	634.6	934.3	1,315.4	流动营业资本周转天数	13	16	21	19	19
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	109	95	100	108
应收账款	242.8	290.9	422.9	467.0	643.2	应收帐款周转天数	31	29	32	32	32
应收票据	-	-	0.1	0.0	0.0	存货周转天数	8	8	8	8	8
预付帐款	11.6	19.9	13.3	29.2	25.2	总资产周转天数	237	246	228	219	209
存货	64.6	83.5	102.0	126.0	155.3	投资资本周转天数	137	136	140	130	113
其他流动资产	0.4	95.1	32.0	42.5	56.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.6%	21.2%	21.1%	21.6%	22.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	16.2%	18.4%	18.2%	18.2%	19.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	39.5%	38.6%	35.1%	34.2%	39.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	768.8	983.6	1,218.7	1,379.5	1,353.9	销售费用率	14.0%	16.6%	18.2%	18.7%	18.6%
在建工程	73.8	83.8	62.3	55.4	42.7	管理费用率	2.6%	2.0%	2.1%	2.3%	2.4%
无形资产	144.3	165.3	195.5	219.9	238.8	财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	97.7	190.6	118.9	111.9	117.4	三费/营业收入	16.7%	18.5%	20.2%	20.9%	20.8%
资产总额	2,144.8	2,365.9	2,800.3	3,365.8	3,948.5	偿债能力					
短期债务	50.0	-	90.0	100.0	110.0	资产负债率	12.9%	13.1%	13.8%	15.5%	14.4%
应付帐款	178.3	245.1	247.0	368.0	402.4	负债权益比	14.7%	15.0%	16.0%	18.3%	16.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.93	3.19	3.18	3.12	3.93
其他流动负债	41.3	50.5	42.3	45.1	46.3	速动比率	3.69	2.91	2.91	2.87	3.65
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	172.62	-116.79	-184.52	-166.55	-129.17
其他非流动负债	6.1	13.2	6.4	8.5	9.4	分红指标					
负债总额	275.6	308.8	385.7	521.7	568.1	DPS(元)	0.55	-	0.34	0.41	0.51
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	71.4%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	450.1	450.1	450.1	450.1	450.1	股息收益率	1.3%	0.0%	0.8%	1.0%	1.2%
留存收益	1,419.1	1,607.0	1,964.4	2,394.0	2,930.3						
股东权益	1,869.2	2,057.2	2,414.5	2,844.1	3,380.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	347.0	435.5	510.5	613.7	766.1	EPS(元)	0.77	0.97	1.13	1.36	1.70
加:折旧和摊销	89.2	101.8	111.2	141.6	154.5	BVPS(元)	4.15	4.57	5.36	6.32	7.51
资产减值准备	2.5	3.2	-	-	-	PE(X)	55.4	44.1	37.6	31.3	25.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.3	9.3	8.0	6.8	5.7
财务费用	3.5	0.5	-3.4	-4.6	-7.4	P/FCF	117.7	363.8	73.1	40.3	31.2
投资损失	-	-1.0	-	-	-	P/S	7.5	5.8	4.7	3.8	3.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	32.0	30.8	24.8	20.1	16.1
营运资金的变动	-15.3	-176.3	-22.3	38.5	-184.7	CAGR(%)	20.9%	20.7%	23.2%	20.9%	20.7%
经营活动产生现金流量	427.4	519.5	596.0	789.2	728.5	PEG	2.6	2.1	1.6	1.5	1.2
投资活动产生现金流量	-315.5	-513.6	-355.0	-320.0	-135.0	ROIC/WACC	3.6	3.5	3.2	3.1	3.6
融资活动产生现金流量	511.8	-299.7	-59.7	-169.5	-212.4	REP	4.3	3.9	3.3	3.1	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034