



信用等级通知书

信评委函字[2018]G588号

桃李面包股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其贵公司拟发行的“桃李面包股份有限公司公开发行A股可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年十二月二十四日

桃李面包股份有限公司 公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	桃李面包股份有限公司
发行规模	不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
债券利率	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
偿还方式	本次发行的可转债每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
资金用途	江苏桃李面包有限公司一期投资项目、四川桃李面包有限公司烘焙食品生产项目、青岛桃李食品烘焙食品生产基地项目和浙江桃李面包有限公司生产基地建设项目。

概况数据

桃李面包	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	18.69	20.57	31.56	32.42
总资产（亿元）	21.45	23.66	35.26	37.82
总债务（亿元）	0.50	0.00	0.00	0.00
营业总收入（亿元）	25.63	33.05	40.80	35.24
营业毛利率（%）	34.89	36.13	37.70	39.34
EBITDA（亿元）	5.40	6.62	7.94	7.10
所有者权益收益率（%）	18.56	21.17	16.26	19.03*
资产负债率（%）	12.85	13.05	10.51	14.27
总债务/EBITDA（X）	0.09	0.00	0.00	-
EBITDA 利息倍数（X）	153.43	1,358.57	687.12	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、表中带“*”数据经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“桃李面包股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”信用等级为 AA，该级别反映了本次债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体桃李面包股份有限公司（以下简称“桃李面包”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司显著的产能规模优势、快速增长的销售终端数量、保持增长的业务规模及盈利水平和稳健的财务结构等因素对公司未来发展的良好支撑。同时，中诚信证评也关注到行业竞争加剧风险、公司销售市场相对集中和食品安全风险等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- ▶ 产能规模优势显著。公司产能规模处于国内同类企业中领先地位，截至 2018 年 9 月末已在全国 17 个城市建立生产基地，覆盖东北、华北、华东和西南等主要区域。2017 年末，公司面包及糕点的产能达 24,577.93 万千克，产量达 23,248.26 万千克，生产规模优势显著。
- ▶ 营销渠道建设能力推动销售终端快速增长。公司在广度和深度两方面加强营销渠道建设，同时进行区域扩张和渠道深耕。截至 2018 年 9 月末，公司在全国销售终端数量达到 212,137 个，与其 17 个生产基地形成了良好的协同效应，销售网络基本覆盖全国主要城市及周边区域，为其业务发展奠定基础。
- ▶ 业务规模保持增长，盈利能力较强。受益于烘焙行业持续发展，面包行业体量逐步扩大，加之产能的扩张及销售终端可观的增量，公司营业收入规模逐年增长。2015~2017 年，公司营

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

李婧婧 jzhli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年12月24日

业总收入分别为25.63亿元、33.05亿元和40.80亿元，同期所有者权益收益率分别是18.56%、21.17%和16.26%，具备较为稳固的收入增长基础并保持较强的盈利能力。

- 财务结构稳健。2015~2018年前三季度，公司资产负债率分别为12.85%、13.05%、10.51%和14.29%，财务杠杆比率低，且具备较强的再融资能力，财务结构稳健。

关注

- 行业竞争加剧风险。我国烘焙行业市场集中度较低，中小烘焙企业特别是手工作坊众多，市场进入门槛和技术门槛低，产品同质化现象严重，作为快消品的面包的消费者粘度较低，市场竞争日益激烈。
- 市场相对集中。2015-2018.Q3公司在东北地区销售额占年度销售额的比重分别为51.08%、50.44%、48.63%和49.66%，存在对单一区域市场的较高依赖，若上述市场竞争格局或销售市场发生变化，将对公司运营带来联动影响。
- 食品安全风险。公司短保面包保质期较短，在运输和销售等环节存在相对较大的食品安全风险。随着国家对食品安全的日益重视以及消费者权益保护意识的逐渐增强，若出现负面影响桃李品牌的事件，将可能会影响公司产品在市场上的影响力及认可度，中诚信证评将持续关注食品安全风险对公司业务经营的影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

桃李面包股份有限公司（以下简称“桃李面包”或“公司”）前身系沈阳市桃李食品有限公司（以下简称“桃李有限”），由吴志刚和吴学群于 1997 年 1 月共同出资设立，设立时注册资本 50 万元，并在沈阳市工商行政管理局完成工商登记手续，以及领取注册号为 2101002106446（1-1）的企业法人营业执照。2005 年 3 月 11 日，吴志刚和吴学群分别以 1,170 万元和 780 万元对桃李有限的借款转增注册资本。2007 年 6 月 1 日，吴志刚和吴学群分别以现金方式增加投资 262.5 万元和 987.5 万元，公司注册资本增至 3,250 万元；同年 7 月 16 日，公司以净资产 5,366 万元按照 1:1 比例折合股份 5,366 万股，每股面值 1 元，桃李有限整体变更为沈阳桃李面包股份有限公司。2009 年 5 月 11 日，盛雅莉、吴学亮、盛利、盛龙、盛雅萍 5 名自然人以现金方式认购，增资价格为 2.28 元/股，公司注册资本新增 3,129.1667 万元至 8,459.1667 万元；同年 11 月 30 日，由公司共计 129 名骨干员工以现金方式增资 330.8333 万元。2010 年 11 月 19 日，吴学群、吴志刚、盛利、盛雅萍和盛龙五人将其所持 8.4696% 的公司股份无偿转让给吴学亮、盛雅莉、吴学锋和盛杰四人，公司员工徐平因个人原因离职，将其所持 0.0079% 的公司股份以 4.5 元/股的价格转让给吴学群，并于 12 月 23 日办理完毕本次股份转让的工商变更登记手续。2011 年 5 月 10 日，公司以上年末总股本 8,826 万股为基数，以资本公积转增股本，每 10 股转增 7 股，注册资本增至 15,004.2 万元。2013 年 11 月 15 日，吴学群、吴志刚、吴学亮、盛雅莉、盛利、盛雅萍和盛龙根据各自的持股比例共转让 1,110.3108 万股股份给吴学东。2015 年 12 月 22 日，公司首次发行人民币普通股（A 股）股票 4,501.26 万股，于上海证券交易所挂牌上市，总股本变为 45,012.60 万股，股票代码 603866。2017 年 3 月 28 日，公司名称由沈阳桃李面包股份有限公司变更为桃李面包股份有限公司，同年 12 月 6 日，公司非公开发行 2,050 万股，募集资金合计 7.38 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司注册资本和实收资

本为 47,062.6 万元。公司系家族企业，实际控制人为吴氏家族，吴学群、吴志刚、吴学亮、盛雅莉和吴学东合计持股比例为 74.46%，吴志刚和盛雅莉为夫妻，吴学东、吴学群、吴学亮为其子。

桃李面包主要从事面包及糕点等烘焙类产品的研发、生产和销售，拥有自主品牌“桃李”，包括 3 大系列 30 余个品种，此外，公司针对传统节日开发了节日食品月饼和粽子等，产品销往内地多个地区。

截至 2017 年末，公司总资产为 35.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 31.56 亿元，资产负债率为 10.51%；2017 年公司实现营业收入 40.80 亿元，净利润 5.13 亿元，经营活动净现金流 6.53 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司总资产为 37.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 32.42 亿元，资产负债率为 14.29%；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 35.24 亿元，净利润 4.63 亿元，经营活动净现金流 5.93 亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
债券名称	桃李面包股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券
发行规模	不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
票面金额和发行价格	本次发行的可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。
债券利率	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次发行的可转债每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
初始转股价格的确定	本次发行可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授

转股价格向下修正条款	权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。 在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照以本次发行的可转债的面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
赎回条款	在本次发行的可转债存续期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。在本次发行可转债存续期内，若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次回售的权利。
募集资金用途	江苏桃李面包有限公司一期投资项目、四川桃李面包有限公司烘焙食品生产项目、青岛桃李食品烘焙食品生产基地项目和浙江桃李面包有限公司生产基地建设项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业环境

烘焙行业整体情况

烘焙食品是以面粉和酵母为基本原料，添加盐、糖、油脂、乳品、鸡蛋、水和添加剂等，经过一系列和面、成型、烘烤等工艺手段烘焙而成的方便食品。烘焙食品除了常见的面包、蛋糕、饼干之外，还包括我国传统大众食品如月饼、烙饼、锅盔、点心、馅饼等。随着人们饮食结构的调整和生活品质的提高，携带方便化、品种丰富化、口味多样化的烘焙食品增长稳定。

国际烘焙行业发展较为成熟，烘焙食品在欧美国家早已成为人们生活的必需品。面包和饼干等烘焙产品作为主食在西方家庭的三餐中占据着主要地位。随着经济全球化的发展，居民生活水平的提

高，消费者对其食品的质量和口味也提出了更高的要求，为了满足消费者的差异化需求，烘焙食品的品种也呈现出多样化的趋势，烘焙行业在各国快速发展，在数量、质量、生产工艺和技术等方面均不断提高，市场规模总体呈扩大趋势。根据欧睿对全球烘焙产品消费终端的统计数据，2016年规模达到3,265亿美元，2002年至2016年年均复合增长率为3.54%。

烘焙食品作为西方国家生活的必需品，产业历经数百年的发展，市场规模较大并已趋于成熟；而在亚洲的各个国家和地区，烘焙行业发展时间虽短，但是近年来消费者对烘焙食品的认知度不断提升，2016年亚太地区的烘焙市场规模已达到600亿美元。伴随技术的不断革新、工艺流程的不断完善，烘焙食品以其品种丰富、口味大众、用途多样、携带方便的众多特点受到越来越多消费者的喜爱，加之经济发展和各国国民收入逐渐提升，烘焙行业总体稳步增长。

烘焙食品于20世纪80年代从俄罗斯、香港和台湾地区引入中国大陆，在中国经济增长，居民生活水平提高，以及西方食品、原料和技术进入的背景下，我国烘焙行业从20世纪末开始呈现出快速发展的趋势。2011~2016年我国烘焙行业规模从972亿增至1,795亿元，位居全球第二，仅次于美国，年均复合增长率为10.76%。根据欧睿数据显示，2011~2016年我国烘焙食品消费额年均复合增长率为11.93%，高于其他主要烘焙国家，如巴西增速为11.24%、美国增速为2.17%以及日本增速为0.11%；截至2017年末，我国烘焙行业达到1,945亿元销售额，同比增长14.4%，十年的复合增长率达到12%，产业升级明显。

烘焙食品业在我国食品工业中具有重要的地位，其产品消费市场较大，能够反映人民的饮食文化水平和生活水平。我国烘焙食品行业在质量、产品类别、数量、品种、包装、装饰、生产技术等方面都得到了迅速的发展。烘焙食品作为居民日常生活中的重要一部分，已经成为部分消费者的主要食物之一。未来，随着我国城镇化进程的加快，居民消费水平进一步提高，烘焙类食品消费或将保持较

好的发展趋势。

面包子行业概况

面包行业属于烘焙行业的子行业。面包作为西方“舶来物”，与我国饮食文化有些许差异，消费者的饮食观念以及习惯是影响面包行业可持续发展的因素之一。面包以其独特的烘焙香味、松软的口感、便于贮藏携带等优势，迅速融入我国普通消费者群体的日常饮食之中。近年来，随着生产技术、物流技术的不断提高，以及消费者对口味的追求不断提升，面包本身的品类、新鲜程度也不断改善，得到消费者的青睐。尤其在早餐领域，面包已经成为重要的选择之一，超过 11% 的消费者选择在早餐时食用面包，仅次于选择食用中国传统的包子的消费者数量。2017 年面包市场规模占我国烘焙整体规模的 17%。根据欧睿公布的数据，2017 年我国面包销售量达 260 万吨，销售额达 584 亿元。2011-2017 年销售量年复合增长率为 7.1%，销售额年复合增长率为 11%。尽管目前行业整体增速逐渐放缓，但相比食品行业其他子行业，面包行业增速仍相对较高，领先食品饮料行业内大部分子行业，属于年轻的成长中行业。

我国面包行业市场规模在全球范围位居前列，但人均消费量仍处于较低水平。根据欧睿数据显示，2017 年我国人均烘焙消费量为 6.9 千克，仅为日本以及美国的十分之一，而人均面包消费量为 1.6 千克，与美国人均 14.6 千克以及英国人均 31 千克的面包消费量差距较大，且仅为与我国饮食习惯相近的日本以及香港地区等成熟市场水平的四分之一。由此可见，我国面包行业的成长空间较大。

根据规模和销售渠道的不同，我国业内面包企业主要分为两种经营模式：中央工厂+批发和中央工厂+连锁店模式。中央工厂+批发模式是以桃李面包、曼可顿和宾堡为代表，由企业在各个城市设立生产加工工厂，通过流水生产线和现代化的生产设备进行食品的生产 and 加工，以工厂为圆心，通过集中物流配送，将产品批发给本地及周边城区的商场、超市或经销商再销售给终端消费者。这种经营模式生产自动化程度较高，规模效应显著；在商场和超市中出现的面包多为生活必需品，销售群体比

较广泛，但培养一支成熟稳定的经销商队伍周期较长，建立与大型商超良好稳定的客户关系难度较大。以 85 度 C、面包新语为代表的中央工厂+连锁经营店模式是由企业在城区周边设立工厂，制作成品或半成品，在市区人口密集的商业区和居民区设立各式各样的烘焙连锁店，包括面包房、西饼屋等。通过专门的物流配送将工厂制作的半成品或成品运送到市区门店进行现场加工、销售。这种经营模式多定位于城市的时尚消费群体，店面装潢整洁精致，产品新鲜、形状美观，受到大量年轻人的青睐。但维持店面的租售成本和营业管理费用需要大量资金，且烘焙产品售价较高，宣传力量和对应的消费群体尚需进一步扩大。

表 2：业内主要经营模式对比

模式	中央工厂+批发	中央工厂+连锁店
代表企业	桃李面包、宾堡、曼可顿	克莉丝汀、85 度 C、面包新语、浮力森林
特性	产品精简	产品差异化
优势	生产自动化程度较高，规模效应显著	定位都市消费群体，对终端控制能力较强，产品新鲜度高
劣势	依赖渠道经销商以及良好长期的客户关系	门店租售成本和营业管理费用高、销售群体范围小
市场定位	中低端消费者为主，倾向大众路线	中高端人群，注重消费体验

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

面包的传统销售渠道主要依靠大型商超以及传统杂货店，2002 年，我国面包销售额中 68.4% 依托杂货店渠道，30.9% 依托大型商超。然而，杂货店渠道的物流体系偏落后，不能满足消费者对面包的新鲜度要求的不断提高，对于货源的管理也并不完善，并不利于行业的发展。大型商超往往集中于大型城市，下沉难度较高，因此面包产品不能有效地深入二三线城市或者农村地区，对行业的发展有一定的桎梏。随着便利店的兴起，面包产品的便利店渠道占比逐渐提高，我国面包销售渠道逐步形成了大型商超、传统商铺作坊、便利店以及新兴起的电商渠道等多渠道销售格局。根据欧睿数据显示，目前我国面包销售主要依靠大型商超渠道流入终端消费者，商超渠道销售规模占整体销售规模的 58.6%，传统商铺作坊渠道的销售规模占比 32.7%，而发展时间较短的便利店以及电商渠道销售规模

分别占比 4.5%及 3.7%。其中，便利店及电商渠道作为面包销售新兴渠道，近年来提升明显。2013 年，便利店渠道占比仅 1.2%，而 2016 年，便利店渠道销售额占面包整体销售规模 4.5%，提高了接近 4 倍。2010 年后，电商渠道的兴起，更加有利于面包市场的普及以及下沉，2016 年，电商渠道销售额占比已从 2010 年的 0.3%提升至 3.7%。面包产品本身易于包装、运输，加上物流水平的逐渐提高，通过电商渠道的面包产品新鲜度也有了一定保证。面包本身的便利快捷属性、易包装、口感维持时间久等优点也使得面包相对于许多其他主食或者休闲食品要更贴合便利店以及电商渠道的运营模式。

面包行业消费端的统计类别多样，除常见的连锁门店中销售的新鲜面包或者商超内销售的袋装面包外，面包产品还经常出现在餐饮等配餐辅料之中，因此统计细分面包消费种类的数据较难实现。欧睿将面包消费终端的数据基本分为两类：包装面包以及非包装面包。非包装面包的主要特点是现场烘焙、新鲜、保质期短，既包括在作坊、连锁经营店内销售的烘焙面包，也包括餐饮等其他渠道作为配餐辅料的面包产品。2016 年，我国包装面包消费 79.75 万吨，非包装类面包消费 131.11 万吨；市场规模方面，包装类面包销售规模达 118.30 亿元，而非包装类面包销售规模为 167.55 亿元。

表 3：面包细分产品属性对比

	短保面包	中保面包	长保面包
保质期	1-7 天	30-45 天	6 个月
主要品牌	桃李面包、宾堡、曼可顿、港荣面包房		达利园、盼盼、好丽友
主要产品	手撕面包、起酥面包、吐司、切片面包等	蒸蛋糕、天然酵母面包	牛角包、蛋黄派、法式小面包等
属性	主食为主，兼有休闲零食	主食、休闲食品	休闲食品为主

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从保质期上，面包也可以分为短保、中保和长保产品。其中，中保和长保产品在方便食用和易于保存的特性下可以销往各线城市，偏休闲属性；短保产品由于保质期短，不易保存，受运输范围限制较大，偏主食属性。

上世纪 90 年代，欧美的面包企业试图延长保质期以扩大面包的销售区域、减少物流开支和提高

生产效率，长保面包由此诞生。长保产品保质期普遍长达 6 个月以上，采用单个包装重量仅 20 克左右、热量较低的小包装方式主打不定时的零食消费。然而，休闲食品品类繁多，相互可替代性较强且竞争激烈，长保面包相对饼干和炒货等其他品类并无明显优势。此外，随着健康观念增强，保质期、配料和营养成分表成为消费者购买产品时的优先考虑因素，消费者对长保面包存在健康性欠佳、添加剂较多的印象。在上述两方面因素影响下，长保面包逐渐发展乏力，长保龙头达利食品的糕点类营收增速近年来持续下滑，2016 年增速近 0.2%，2017 年增速则为-3.6%。相反，短保面包多用于代餐，主要消费场景在于早餐。绝大部分人由于城市生活节奏加快准备早餐的时间不超过 15 分钟，使得外出用餐逐渐替代在家用餐，便捷的短保面包符合人们早餐消费习惯的变化。消费升级叠加西式文化传播，面包消费群体正持续扩容，且短保面包在价格上符合早餐 10 元以下的主流消费群体。

综合而言，我国面包行业增速较快而人均消费较低，短保面包和中央工厂+批发模式是行业的主流，未来消费升级和渠道下沉将驱动行业进一步成长。

面包行业发展趋势及竞争

行业发展趋势

消费水平的提升，驱动着面包行业的快速发展。面包作为消费品，消费者个人收入的增长也会对行业发展产生积极的影响。同时，面包除了可以作为主食消费以外，也时常作为休闲食品出现，消费者人均可支配收入的增长将有力保证面包行业的增长动力。据国家统计局数据显示，2013~2017 年，我国居民人均可支配收入从 18,311 元增长至 25,974 元，年均复合增长率达到 9.13%；人均居民消费支出亦由 2013 年的 13,220 元增长至 2017 年的 18,322 元，年均复合增长率为 8.50%；2017 年全年全国居民人均食品烟酒消费支出 5,374 元，同比增长 4.3%，占人均消费支出的比重为 29.3%。我国消费者个人收入以及人均食品支出的上涨支撑了面包行业的成长空间。

批发模式兼具性价比和便利性优势而具备良

好发展态势。在批发模式下，企业通过集中采购和集中生产带来规模效应，产品性价比突出，更适应大众人群的消费水平，从而凭借更高的购买频率获得更广阔的中低端市场。一般而言，批发面包较门店面包终端售价便宜 30% 左右，且批发面包的采购成本和制造成本更具规模优势。此外，批发面包相较门店面包的售卖地点更为多元，遍布社区超市、便利店、杂货铺等，网点密度高于烘焙门店，具有更强的便利性，贴合消费者的早餐需求。批发模式资产属性较门店模式更轻，产品同质化更强，从而具备较强的扩张能力，规避了人工、租金等刚性成本变动带来的不确定性，批发模式下企业的费用率相比更低，净利率相对较高。现阶段我国的面包行业尚处于面包发展早期的量增阶段，适应大众消费水平的批发模式更受益，依靠商超、便利店、电商等多样化渠道深耕，批发模式更易于下沉到二三线城市，实现全国化的扩张，占据较高市场份额。而门店模式则以消费体验感强见长，但价格高、消费群体较狭窄，尚未到爆发时点。

渠道趋向多元化。电商渠道以及便利店渠道能够帮助面包市场快速下沉，提高消费普及度，是面包行业未来增长的重要驱动力。同时，我国便利店渠道以及电商渠道恰好处于快速发展期。根据《2017 中国便利店发展报告》显示，2017 年，我国便利店门店总数超过十万家，相比 2015 年的 9.1 万家门店，增幅超过 10%；2017 年我国便利店商品销售额超过 1,900 亿元，其中 36% 便利店引入了网络零售。便利店以及电商渠道的快速发展能够助力面包行业快速增长。

产品趋向个性化。未来烘焙行业的竞争愈发激烈，行业对产品开发能力、品牌竞争能力、品牌个性化口味的要求越来越高，缺乏创新和发展能力的企业将在行业发展中被逐渐淘汰取代。随着消费者在饮食结构上对烘焙类产品侧重越发明显，新兴面包坊品牌层出不穷，面包品类也呈现多样化趋势，开发具有个性口味的产品，并利用新兴营销渠道和沟通平台抓住新一代消费者，是行业内企业制胜关键。

短保面包更符合未来消费需求。消费者对于食

品的总体消费需求是趋于健康化，口感的要求也更高，而面包的需求也不例外。欧睿数据显示，消费者对于新鲜面包的需求逐年提升，近五年的整体增速也要高于保质期相比较长的包装类面包。由于生活节奏的加快，消费者原来对于面包的消费也越来越快速，整体消费周期的缩短以及对口感要求的提升促使面包往短保质期产品发展。

行业政策方面，为推动烘焙行业发展，国家相继出台一系列行业政策和发展规划，促进烘焙行业发展。烘焙行业的发展有助于推进农业现代化发展和农业结构调整，有利于有效吸收社会剩余劳动力，有利于促进国内居民膳食结构向健康和便捷方向发展。我国烘焙食品行业所采取的监管体制分为行政监管和行业自律两个层面。国家质量技术监督部门对企业生产过程进行监管，国家工商行政管理部门、商务部和各级商务主管部门对流通环节进行监管。另外，中国食品工业协会面包糕饼专业委员会、中国焙烤食品糖制品工业协会、中国连锁经营协会等行业组织进行行业自律管理。

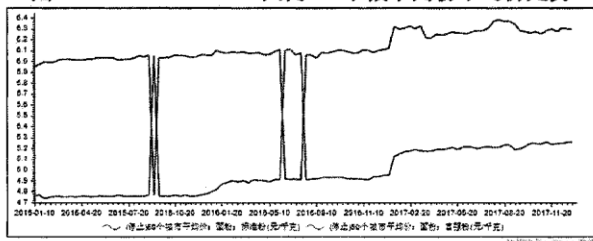
表 4：行业相关政策

实施时间	发布部门	产业政策	相关内容
2006	国家民政部	成立“中国食品工业协会面包糕饼专业委员会”	由全国烘焙食品行业（面包、糕点、饼干、膨化食品等）的企业、事业、科研教育单位、专业性组织及行业工作者等自愿结成的非营利性社会团体组织，坚持以促进行业健康、稳定发展为己任，引导行业健康有序发展，为我国消费者提供安全、健康、美味的烘焙食品。“十二五”期间将提高焙烤等面制食品专用粉、营养强化粉、全麦粉等比重，加快推进传统面制主食品工业化，加快方便食品新产品开发，向多品种、营养化、高品质方向发展，开发风味多样、营养强化的焙烤食品，满足市场细分需求。
2011.12	国家发展和改革委员会和工信部	《食品工业“十二五”发展规划》	建立严格监管制度，设置处罚，规定食品安全社会共治，强化互联网食品交易监管，强化企业主体责任，强化地方政府属地管理责任。
2015.10	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国食品安全法》	该规划指出，适应消费加快升级，以消费环境改善释放消费潜力，以供给改善和创
2016.03	国务院	《国民经济和社会发展第十	

行业关注

原料价格波动影响行业盈利。面包行业主要原材料是面粉、油脂、糖和酵母等，上游产业主要包括面粉、油脂加工、油料作物的种植和糖类制造业等。一般来看，面粉、油脂和糖占原材料成本 80% 以上，占产品生产成本 50% 左右。近年来部分农产品价格整体呈上升趋势。面粉价格自 2010 年大体呈现上行趋势，增长超过 50%；食糖价格从 2014 年开始回升，但在 2017 年糖价总体呈震荡下行行情，其中 1~2 月初因印度食糖减产白糖价格整体为上涨形态，7~9 月份系食糖消费旺季，随着消费旺季带来，食糖的供应偏紧致使价格走高；酵母行业初步形成寡头垄断格局，逐步形成对下游议价力。主要原材料的价格具有一定的波动性，近几年呈上涨趋势，对业内企业的经营成本和业绩造成一定的影响。

图 2：2015.01~2017.12 国内 50 个城市面粉平均价走势



资料来源：Chioce 数据，中诚信证评整理

市场进入门槛较低负面影响行业秩序。烘焙食品行业作为食品制造业，小规模生产所需固定资产投资和原材料采购价格相对较低，导致众多地方性的生产企业和加工作坊不断涌现。行业参与企业数量众多，但大部分规模小，食品安全性和质量较低，存在重贴生产日期、批次食品不合格等问题，而消费者近年来对食品安全及权益保护的意识逐渐增强，企业运营成本相应加大；受制于地域和资金等方面，市场开发和渠道管理能力有限，产品同质化情况严重，业内企业更多依靠地理和价格的优势争夺市场份额，导致跨区域面包生产企业较少，行业竞争无序。另外，市场上存在大量抄袭、模仿品牌企业产品形状、包装的情况，给品牌企业造成了较大的负面影响，影响了整个行业水平的提升。

竞争实力

产能全国化布局为销售增量提供保障

考虑到短保面包保质期较短，结合运输成本和现有物流条件，理想的销售半径在 200-300 公里，公司通过进行全国范围内的产能布局以保证供给。2015 年 12 月，公司上市募集的资金用于投入沈阳、哈尔滨等生产基地建设，2017 年 12 月完成定增的募集资金投入武汉、重庆、西安生产基地建设。截至 2018 年 9 月末，公司在全国建立 17 个生产基地，覆盖东北、华北、西南、华东、华南等多个地区，基本实现全国布局。2015-2017 年公司面包及糕点产能分别是 15,080.99 万千克、19,437.93 万千克和 24,577.92 万千克，产能利用率分别是 100.26%、99.35% 和 94.59%，产能稳步增长的同时保持较高的产能利用率。

市场上主流的“中央工厂+批发”模式的面包企业还有嘉顿、宾堡和曼可顿，其中嘉顿系华南区域型面包生产企业，宾堡和曼可顿的目标市场集中在一线城市，而公司区域渠道稳健扩张至全国范围。截至 2018 年 9 月末，公司销售终端数量达到 212,137 个，销售区域覆盖华北、东北、华中、西南、西北和华南地区，2015~2018.Q3，面包及糕点的销量分别是 151,165.83 吨、192,901.40 吨、232,750.87 吨和 194,043.05 吨。不断完善布局的全国性生产基地布局能够在未来有效地支撑销售市场的扩张。

“中央工厂+批发”模式突显规模化优势

公司采用“中央工厂+批发”模式进行生产和销售，在销售覆盖区域设立工厂，聚焦大单品进行大批量生产，并批发给商超等终端。在该模式下，利用自动化设备进行标准化生产的模式使得公司比连锁店模式具有更高的生产效率，且产品方便运输，更易突破销售半径的限制；以商超、便利店等作为销售终端，基本不受门店租售成本和营业管理费用波动的影响。该模式具有更高的规模效应和盈利能力，生产产品的成本相对较低，而消费者对于快消品价格敏感性较高，渠道更易下沉。相比之下，连锁店模式所需要的人工、租金成本和管理费用较高，其产品的高定位也使得企业渠道下沉成本更

高。

表 6：2017 年可比上市公司收入、费用比较

单位：亿元、%

上市公司	营业收入	销售费用率	管理费用率
桃李面包	40.80	18.55	2.01
克莉丝汀	8.05	53.66	9.44
元祖	17.77	42.86	7.19

资料来源：Choice，中诚信证评整理

产品种类多样且不断更新

为提升产品竞争力，应对日益变化的消费需求，公司在不断开发不同口味不同种类面包产品的同时采取末位淘汰制，保证了公司不断生产出适销对路的产品。目前，公司面包及糕点产品主要包括三大系列 30 多个品种。为顺应消费者健康化的需求，2015 年公司推出“天然酵母面包”，拥有巧克力味、牛奶蛋羹味和红豆咸味等口味，并将其打造成明星单品；为贴合消费者个性化的需求，2017 年公司研发出新品口袋面包和网红脏脏包。较快的推广速度使得公司能够快速捕捉到消费者对产品多样化和尝新的心理需求，且产品定价多为 3-9 元价格带，利用其高性价比转化为购买力。

随着面包行业品牌竞争的日益激烈，以及消费结构的全面升级，具备较强品牌影响力的大型企业在行业整合过程中的优势明显。经过多年发展，“桃李”品牌拥有广大消费群体。多年来，公司及其产品获得的主要荣誉包括：2007 年由中国焙烤食品糖

制品工业协会评定的全国糕点月饼质量安全“优秀示范企业”，由中国食品工业协会颁发的“中国烘焙最具竞争力十大品牌”；2009 年由中国焙烤食品糖制品工业协会评定的“中国焙烤食品糖制品行业百强企业”；2012 年由辽宁省工商行政管理局评定的辽宁省著名商标；以及 2013 年度中国焙烤食品行业十强企业。

业务运营

公司深耕面包及糕点等烘焙类产品的生产及销售，拥有“桃李”品牌，形成了以面包及糕点为主，传统节日食品月饼和粽子为辅的经营格局。得益于烘焙面包行业的发展、自身产能及销售终端的跟进，公司业务规模呈现稳定增长态势，2015~2017 年分别实现主营业务收入 25.63 亿元、33.05 亿元和 40.80 亿元，年均复合增长率为 26.16%，同期，公司面包及糕点销售收入分别为 25.05 亿元、32.43 亿元和 40.05 亿元，占比均维持在 98% 以上，月饼和粽子的销售占比合计不足 2%。2018 年前三季度，公司实现业务收入 35.24 亿元，同比增长 19.26%，包括面包及糕点销售收入 34.19 亿元、月饼销售收入 0.96 亿元和粽子销售收入 0.09 亿元。整体来看，公司以面包及糕点产品为主导，产品结构布局稳定。

表 7：2015~2018.Q3 公司主营业务收入结构

单位：亿元、%

分产品	2015			2016			2017			2018.Q3		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
面包及糕点	25.05	34.60	97.74	32.43	36.04	98.11	40.05	37.70	98.16	34.19	39.33	97.00
月饼	0.50	47.22	1.94	0.58	40.00	1.75	0.68	37.09	1.67	0.96	38.86	2.73
粽子	0.09	48.20	0.35	0.05	49.60	0.14	0.07	43.26	0.27	0.09	46.89	0.27
合计	25.63	34.89	100.00	33.05	36.13	100.00	40.80	37.70	100.00	35.24	39.34	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

面包及糕点为公司主导业务，产品包括三大系列软式面包、起酥面包和调理面包，共有天然酵母面包、奶棒、酵熟吐司等 30 余个品种。公司共拥有 17 家生产基地，覆盖东北、华北、西南、华东、

华南等地区，其中 6 个为租用厂房。面包及糕点作为日常消费品产销无明显淡旺季，而月饼和粽子作为节日性食品，一般在中秋节和端午节生产，工厂基本保持全年生产状态。公司面包及糕点采用“以销定产”的日订单模式由中央工厂自主生产，当天统计大型连锁商超（KA 客户）和经销商订单量，

组织生产后次日发货。各个工厂以双班生产为主，早班根据预估订单量正常排产，晚班在次日订单统计量确认后补单生产。为贯彻全国化产能布局战略，公司面包及糕点产能规模逐年递增，2015~2017年，公司面包及糕点的产能分别为15,080.99万千克、19,437.93万千克和24,577.92万千克，产量分别为15,120.26万千克、19,310.76万千克、23,248.26万千克，同期产能利用率分别为100.26%、99.35%和94.59%，常年保持在较高水平。月饼和粽子则是阶段性集中生产模式，公司根据上年度的销售情况和本年度的订单来排产，随着后续订单数量的增加对生产计划进行适时调整，其中月

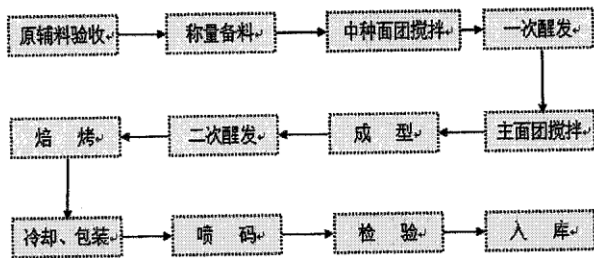
饼多在中秋节前1~2个月生产，粽子则在端午节前1~1.5个月。2015~2017年，公司月饼产能分别为144.19万千克、163.29万千克和210.84万千克，产能利用率分别为81.80%、91.75%和95.49%，同期粽子产能分别为29.00万千克、20.60万千克和22.16万千克，产能利用率分别达到88.91%、89.91%和89.80%。公司月饼和粽子销售收入规模有限，近年来收入合计占比不足2%，定位于公司产品线延伸产品，多手工作业，产能布局较灵活。为更优化布局产能，公司未来将逐步减少粽子生产规模，月饼后续产能布局或将根据市场需求有所扩大。

表8：2015~2018.Q3公司产品、生产基地产能、产量情况

面包及糕点		2015	2016	2017	2018.Q3				
产能(千克)		150,809,939.10	194,379,286.84	245,779,229.00	202,478,136.00				
产量(千克)		151,202,600.30	193,107,596.55	232,482,588.17	194,306,326.78				
产能利用率(%)		100.26	99.35	94.59	95.96				
月饼		2015	2016	2017	2018.Q3				
产能(千克)		1,441,908.00	1,632,940.00	2,108,427.00	3,519,424.00				
产量(千克)		1,179,451.45	1,498,303.75	2,013,277.08	3,035,962.25				
产能利用率(%)		81.80	91.75	95.49	86.26				
粽子		2015	2016	2017	2018.Q3				
产能(千克)		290,000.00	206,000.00	221,570.00	290,304.00				
产量(千克)		257,826.45	185,223.45	198,965.10	263,941.20				
产能利用率(%)		88.91	89.91	89.80	90.92				
序号	名称	所在区域	厂房自建/租用	投产时间	产能规模(万吨)	产能利用率(%)			
						2015	2016	2017	2018.Q3
1	丹东桃李	丹东	自建	1995.10	0.39	93.05	93.32	92.80	93.30
2	锦州桃李	锦州	自建	1996.08	1.33	94.72	99.73	95.25	93.14
3	沈阳桃李	沈阳	自建/租用	1997.01	4.49	94.89	95.73	95.67	96.28
4	成都桃李	成都	自建	1997.02	1.56	144.56	137.13	156.14	116.61
5	哈尔滨桃李	哈尔滨	自建	1997.11	1.69	104.10	103.50	101.19	104.88
6	北京桃李	北京	自建	1998.01	2.24	97.98	94.00	86.71	93.27
7	大连桃李	大连	自建	1998.12	1.21	95.62	95.65	95.54	94.43
8	长春桃李	长春	租用	1999.09	1.89	110.50	94.88	99.20	95.18
9	石家庄桃李	石家庄	自建	2000.04	1.54	96.01	85.00	83.00	88.00
10	上海桃李	上海	租用	2000.09	1.47	96.79	109.00	99.70	105.31
11	西安桃李	西安	自建	2008.07	1.73	93.00	95.00	94.98	95.34
12	内蒙古桃李	内蒙古	自建	2013.01	1.81	76.31	92.82	88.88	97.08
13	青岛桃李	青岛	租用	2013.12	1.44	99.50	106.10	93.34	99.81
14	济南桃李	济南	租用	2013.12	1.52	94.00	92.00	90.00	92.00
15	东莞桃李	东莞	租用	2016.06	1.50	-	45.61	50.85	83.91
16	重庆桃李	重庆	自建	2017.11	0.87	-	-	38.07	80.47
17	天津桃李	天津	自建	2018.03	0.70	-	-	-	81.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

图 3：面包及糕点生产流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司面包及糕点生产流程大致分为称量备料、和面、一次醒发、成型、二次醒发、烘焙、冷却和包装等多道工序，除称量和拣配需要人工作业外，整体自动化程度较高。公司生产线机器设备主要采购自欧洲和日本等国家，同时亦与国内设备厂家联合开发设备。此外，公司根据实际生产情况对设备进行调整和改良，使设备使用更贴合产品生产需求，并且利用非生产时间对生产线进行定期检查。公司深耕面包行业多年，生产工艺及技术水平较为成熟，处于国内同类企业中领先地位。各生产子公司均按照统一配方标准称量备料，并由系统监控追踪，确保产品口味统一。结合面包加工特点，公司通过选料、配方、工艺、口味的创新，丰富产品品种。对于销售状况欠佳的产品，公司采取末位淘汰制，同时加大研发投入和新产品开发，每年开发的新品有十余种，通过口味、外形和包装的变化满足市场上日益提高的消费需求。

表 9：公司募投项目情况

IPO 募投项目	实际已投 资金额	设计 产能	单位：万元、万吨
			项目达到预定可使用 状态日期或截止 日项目完工程度
沈阳面包系列产品生产基地建设项目	39.00	6.00	2021.06
哈尔滨桃李面包系列产品生产基地建设项目	12,030.88	1.20	2015.10
石家庄桃李面包系列产品生产基地建设项目	10,002.26	0.90	2016.11
天津友福食品有限公司投资项目	8,632.59	0.87	2018.03
面制食品生产加工二期项目	1,668.56	1.60	不适用 ¹

¹ “面制食品生产加工二期项目”变更为“天津友福食品有限公司投资项目”。

定增募投项目	实际已投 资金额	设计 产能	项目达到预定可使用 状态日期或截止 日项目完工程度
武汉桃李烘焙食品生产项目	5,529.19	2.55	2020.06
桃李面包重庆烘焙食品生产基地项目	10,876.51	1.90	不适用 ²
西安桃李食品有限公司烘焙食品项目	0.00	0.65	不适用
山东桃李面包有限公司烘焙食品生产项目	457.00	2.12	2020.02

可转债募投项目	拟投资额	设计 产能	项目达到预定可使用 状态日期或截止 日项目完工程度
江苏桃李面包有限公司一期投资项目	33,678.59	2.20	不适用
四川桃李面包有限公司烘焙食品生产项目	33,155.85	2.50	不适用
青岛桃李食品烘焙食品生产基地项目	32,247.89	2.96	不适用
浙江桃李面包有限公司生产基地建设项目	41,070.76	4.28	不适用

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司 IPO 募集资金净额 5.65 亿元，用于投建沈阳、哈尔滨、石家庄和天津生产基地建设等，截至 2018 年 9 月 30 日已完成投资 3.24 亿元。2017 年公司定增募集资金净额 7.19 亿元，用于武汉、西安、重庆和山东的生产基地建设和生产线升级改造等，截至 2018 年 9 月 30 日已完成投资 1.87 亿元。截至 2018 年 11 月末，公司位于哈尔滨、石家庄、天津和重庆四个项目已投产，生产规模进一步扩大，为市场的拓展提供支撑。此外，为了推动销售终端的持续扩张，公司积极进行全国化产能布局，拟通过发行可转债募集资金用于建设江苏、四川、青岛和浙江的烘焙食品生产线的建设和扩大，上述项目的实施将进一步增加公司面包及糕点产能 11.94 万吨，增强综合竞争力，同时也对消费市场的开拓提出新的挑战。

食品安全方面，公司已建立完整的生产质量安全全过程监控体系，针对所有产品制定了作业指导

² “桃李面包重庆烘焙食品生产基地项目”和“西安桃李食品有限公司烘焙食品项目”中尚未使用的募集资金变更为“山东桃李面包有限公司烘焙食品生产项目”。

书，明确规定了产品配料的配比要求、工艺操作要求及各工序的质量标准。同时，公司对各岗位人员进行定期的质量安全意识培训和关键控制技能操作培训，经培训合格的人员方可上岗。公司对各生产过程及关键控制点进行监控，按照 ISO22000 食品安全体系要求分别对原材料、生产、仓储、运输等过程进行危害分析，确定关键控制点、关键限值并进行监控和验证，保证食品安全。此外，公司如实记录产品生产过程的各项参数，以便为质量问题的分析和原因追溯提供依据。产成品出厂前，成品质检人员通过随机抽样的方式，对产成品的感官、净含量、包装标识、酸度、比容等指标进行检验，并出具质量检测报告，检验合格后方可出厂销售。为确保公司化验中心检验的准确性，公司也会定期抽取成品或主要原材料向当地质监部门送检样品，确保产品的安全性。公司对产品生产的全过程实行严格标准化管理，通过一系列制度将质量控制细化贯穿到每个生产环节。

总体来看，公司产能规模优势明显，生产工艺较为成熟，随着 IPO 募投、定增项目的完工投产和拟投产项目的实施，产能将进一步扩大，但后续面临较大的产能释放和销售终端拓展的压力。

原材料采购

公司生产所需原材料主要包括面粉、油脂、糖、鸡蛋和酵母等，原材料成本占主营业务成本的 60% 以上。公司从外部供应商采购生产面包及糕点所需的原料，由公司统一与供应商谈判确定采购价格、供货周期等主要采购条款并签订采购合同，各子公司采购专员负责具体采购的执行工作，每种原料的采购均保有多家供应商以供选择。

在供应商选择阶段，公司的生产部门、质检部门和采购部门集中对所有原料、包装材料的产品质量情况、交付能力和适用性进行评价，确定合格供应商，每年对合格供应商进行重新评价和选择，以确保其产品满足公司的品质需求。同时，公司与所有原材料供应商签订《食品安全承诺书》，明确原、辅料质量及运输过程潜在风险等食品安全条款，对于添加剂的供应商还特别要求其承诺所有用料均符合食品安全要求并且使用原料符合国家标准。在

原材料及包装材料的采购阶段，公司要求所有原料、包装材料按标准采购。原材料从入库到生产之前经过多个环节从全流程和多维度保障源头食品安全。

公司采购部门一般根据销售及生产的需求，每月底对原材料进行盘点，确定次月的采购计划，对不同原材料每月进行一次集中采购或分次采购。在供应商选择方面，公司制定了完善的供应商评价体系来评定和选择供应商，定期对供应商进行考核评估并根据考核评估结果确定合作供应商，与重要供应商建立战略合作伙伴关系，确保公司采购物资质量安全。公司面粉和油脂等大宗原材料采购供应商源较为稳定，面粉供应商包括南顺（山东）食品有限公司和中粮面业（秦皇岛）鹏泰有限公司等，油脂供应商包括益海嘉里食品营销有限公司和艾迪科食品（常熟）有限公司上海分公司等，采购价格实行集中定价的方式，并与供应商约定如果市场价格变动需要其至少提前一个月通知公司。对于糖和鸡蛋等价格波动较频繁的商品，公司采用实时定价方式。为了保持较高水平的资金流动性，公司现实行低库存管理，面粉采购频率为一周，鸡蛋则是一天。

从采购均价走势来看，公司在面粉、油脂采购方面签订了长期合作协议，采购价格稳定，2015-2018.Q3 面粉的采购均价分别是 4.29 元/千克、4.28 元/千克、4.34 元/千克和 4.46 元/千克，油脂的采购均价分别是 10.29 元/千克、10.21 元/千克、10.41 元/千克和 10.32 元/千克。2014 年后白糖榨季减产导致供应趋紧，食糖价格持续大幅回升，但在 2017 年二季度市场出现供给过剩，糖价开始震荡下行，2017 年糖价总体呈震荡下行行情，但 1~2 月和 7~9 月份阶段价格走高，减小了本年度跌幅。2018 年，糖市继续过剩糖价持续低迷。2015-2018.Q3 白糖的采购单价分别为 4.70 元/千克、5.22 元/千克、5.98 元/千克和 5.36 元/千克。由于鸡蛋价格市场化程度较高，公司每天采购并实时报价随行就市，2015-2018.Q3 鸡蛋的采购单价分别为 6.88 元/千克、6.19 元/千克、5.98 元/千克和 7.79 元/千克。公司常规原料库存量较低，面对面粉和油脂等大宗原料的

议价能力有限，而白糖和鸡蛋的价格波动频繁，行 购，在一定程度上面临较高的原料价格波动风险。情把握难度较大，公司一般采用孰低原则进行采

表 10：2015~2018.Q3 公司主要原材料采购情况

年度	原材料	平均单价 (元/千克)	采购量 (千克)	采购金额 (元)	占采购总额比重
2015	面粉	4.29	78,271,300.00	335,800,647.49	31.33%
	油脂	10.29	12,037,234.70	123,803,064.89	11.55%
	糖	4.70	14,850,407.50	69,826,079.36	6.51%
	鸡蛋	6.88	10,930,390.41	75,165,650.56	7.01%
	酵母	6.85	1,908,375.00	13,067,663.73	1.22%
年度	原材料	平均单价 (元/千克)	采购量 (千克)	采购金额 (元)	占采购总额比重
2016	面粉	4.28	105,758,227.72	453,123,455.46	33.15%
	油脂	10.21	16,416,873.27	167,549,377.40	12.26%
	糖	5.22	22,448,079.78	117,260,163.12	8.58%
	鸡蛋	6.19	14,513,216.20	89,865,770.53	6.58%
	酵母	6.98	2,579,995.60	18,003,879.58	1.32%
年度	原材料	平均单价 (元/千克)	采购量 (千克)	采购金额 (元)	占采购总额比重
2017	面粉	4.34	123,961,577.20	537,688,730.19	32.22%
	油脂	10.41	18,622,174.60	193,907,717.39	11.62%
	糖	5.98	25,630,062.40	153,143,156.20	9.18%
	鸡蛋	5.98	17,459,770.23	104,340,010.21	6.25%
	酵母	6.43	2,992,120.00	19,241,884.59	1.15%
年度	原材料	平均单价 (元/千克)	采购量 (千克)	采购金额 (元)	占采购总额比重
2018.Q3	面粉	4.46	109,579,152.42	489,266,981.11	34.41%
	油脂	10.32	16,178,509.65	166,933,536.58	11.74%
	糖	5.36	21,566,030.80	115,544,696.10	8.13%
	鸡蛋	7.79	13,872,806.31	108,011,268.22	7.60%
	酵母	6.39	2,682,515.00	17,151,606.60	1.21%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

采购渠道方面，截至 2018 年 9 月末，公司拥有合格供应商 358 家，每个物料均对应至少 2 家储备供应商。2017 年，公司主要供应商中南顺（山东）食品有限公司、益海嘉里食品营销有限公司、中粮面业（秦皇岛）鹏泰有限公司、艾迪科食品（常熟）有限公司上海分公司和北京京日东大食品有限公司按金额计量的供应比重分别为 13.17%、12.52%、8.55%、5.46%和 5.43%，合计达到 45.13%。采购结算方面，公司与供应商采用银行转账的结算方式，享有面粉、油脂和酵母供应商的信用周期约为 30~60 天，鸡蛋约为 3~15 天，白糖约为 7~30 天。

物流运输方面，公司实行以委托第三方物流公司为主，自身组建运输车队为辅的物流模式。根据销售市场与销售客户不同，公司产品运输分为一级物流和二级物流，其中一级物流是将工厂生产的产

品直接运送给 KA 客户、中心城市的分销站以及公司外埠市场经销商，二级物流是从中心城市分销站将产品配送到周边的中小型商超、便利店等。公司二级物流已基本采用委托第三方物流公司完成配送工作，一级物流也仅存在少量自有的运输车辆进行产品的配送，未来公司将逐步转向全部委托第三方物流公司进行产品的配送，降低运输风险，减少运输管理成本。

仓储方面，公司各生产公司配备仓库，严格按照原材料的库存期限和库存条件存放，由专人管理仓库物资，完成产品日常的进出库业务，对原材料和产成品进行清查与盘点，搜集并整理仓储和存货数据，对入库的原材料及产成品进行验收，以保证产品和原料在仓储环节的安全。

综合而言，公司原材料采购议价能力有限，但

公司采取低库存管理，减少资金在存货环节的沉淀，一定程度上保证了较高的资产流动性。

产品销售

公司采用直营和经销的双销售模式，其中直营模式针对 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；经销模式针对外埠市场的便利店、县乡商店和小卖部，公司与经销商签署分销协议销售产品，协议具有排他性，且只能在指定的销售区域内进行，不得擅自扩大范围以及自行设立第二经销商，并保证配货、退换货及时，不积压退货，公司同时会对经销商的内部管理、市场操作给予不定期的指导和培训。顺应面包行业的快速发展并考虑到短保面包产品属性，公司在终端布局上不仅与 KA 客户保持良好的合作关系，如永辉、华润万家、家乐福、沃尔玛和大润发等大型商超，并在南方市场拓展中与地区知名连锁超市如步步高、人人乐、新华都、佳世客和嘉荣超市等建立合作关系，而且着力深耕终端渠道下沉，大力发展便利店和社区店，推动零售终端的迅速拓展，逐步实现全国各省市的覆盖以及消费人群的拓展。

通过建立良好的客户合作关系，公司销售终端数量稳步增长，2015~2017 年末，销售终端数量分别为 97,539 个、155,251 个和 191,459 个。截至 2018 年 9 月末，公司在 17 个中心城市和周边区域拥有 212,137 个销售终端，包括 KA 客户终端 4,216 个，中心城市中小客户 92,827 个，外埠市场中小客户 115,094 个。销售结算方面，公司采用银行转账结算，在直营模式下，KA 客户货款结算账期一般为 30-60 天，中心城市中小客户一般是发货后当天收取货款，仅对少部分中小客户给予一定的短期账期；在经销模式下，公司在收到经销商的货款后发货，但根据市场需要和客户的不同，允许给予少数经销商一定的信用额度和账期支持。未来，在全国产能布局规划下，公司加大力度开发新区域新市场，中心市场以直营为主，中小城市以经销为主，从而减少渠道开发成本。

表 11: 2015~2018.Q3 公司销售终端情况

单位：个、万元

销售终端	2015	2016	2017	2018.Q3
KA 客户	21,44	2,699	3,557	4216
中心城市中小客户		65,332	81,462	92,827
外埠市场中小客户	95,395	87,220	106,440	115,094
年末合计	97,539	155,251	191,459	212,137
渠道收入	2015	2016	2017	2018.Q3
直营模式	167,403.25	206,629.38	255,925.39	226,682.13
经销模式	88,929.80	123,918.62	152,045.60	125,760.19
合计	256,333.04	330,548.00	407,970.99	352,442.32

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

为更好保证短保产品从出厂后到终端零售的质量，公司建立了完善的产品质量召回反应机制，对进入流通环节的不符合食品安全标准的产品及时、快速、安全的召回，避免或减少不安全食品的危害，保护消费者的身体健康和生命安全。在退换货方面，若因公司产品质量、超出保质期等原因，公司无条件退货。而在公司当天生产出的产品出现大量滞销的情况，公司第二天立即调整生产计划，减少对存在大量滞销客户的送货量，经过多年的经营调整，公司产品较少存在大量滞销的情况，退货率维持在 5%-8% 之间。在售后服务方面，公司制定了《受理消费者投诉规章制度》，设有投诉热线电话，建立消费者投诉档案，将每次的投诉及处理结果详细记录，并进行汇总、分析，为公司今后产品改进提供依据。公司每年还针对性地进行顾客满意度调查，了解顾客的需求及公司产品质量现状。

表 12: 2015~2018.Q3 公司产品销量

单位：吨、%

面包及糕点	2015	2016	2017	2018.Q3
销量	151,165.83	192,901.40	232,750.87	194,043.05
产销率	99.98	99.89	100.12	99.86
月饼	2015	2016	2017	2018.Q3
销量	1,179.45	1,498.30	2,013.28	3,027.85
产销率	100.00	100.00	100.00	99.73
粽子	2015	2016	2017	2018.Q3
销量	257.83	185.22	198.97	263.94
产销率	100.00	100.00	100.00	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

随着公司终端数量的增长，公司各产品销量同

步提升,2017年面包及糕点销量达到232,750.87吨,月饼销量为2,013.28吨,粽子销量198.97吨。2015~2017年公司东北地区销售收入分别为13.09亿元、16.67亿元和19.84亿元,贡献约50%业务收入,系公司核心销售区域;同期华北地区销售收入分别为5.51亿元、7.18亿元和9.00亿元,华东地区销售收入分别为4.09亿元、6.12亿元和7.68亿元,上述两个区域合计贡献超过35%销售收入;新

进入的华南和华中市场尚处于开拓阶段,收入和利润贡献水平较低。总体来看,公司以东北、华北和华东为根据地,大本营市场的销售收入增长带动了整体收入规模的扩大,西南和西北区域销售情况基本稳定,华南和华中区域尚处于发展期。在全国产能布局背景下,公司销售区域较集中,存在对单一市场的依赖性。

表 13: 2015~2018.Q3 公司分区域销售情况

分区域	2015			2016			2017			2018.Q3		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
华北地区	5.51	30.43	21.50	7.18	32.98	21.72	9.00	35.67	22.06	8.05	32.48	22.84
东北地区	13.09	31.46	51.08	16.67	31.16	50.44	19.84	32.47	48.63	17.50	33.92	49.66
华东地区	4.09	28.57	15.97	6.12	29.80	18.52	7.68	29.67	18.81	6.95	31.61	19.71
华中地区	-	-	-	0.06	17.51	0.18	0.16	21.89	0.39	0.07	28.60	0.20
西南地区	3.74	39.65	14.60	4.32	41.29	13.07	5.10	40.64	12.50	4.24	38.69	12.03
西北地区	1.57	31.62	6.14	2.17	34.21	6.57	2.96	36.41	7.25	2.51	38.59	7.12
华南地区	-	-	-	0.25	11.00	0.76	1.65	16.86	4.04	2.13	23.13	6.05
分部抵消	-2.38	-	-9.29	-3.72	-	-11.26	-5.58	-	-13.68	-6.21	-	-17.61
合计	25.63	34.89	100.00	33.05	36.13	100.00	40.80	37.70	100.00	35.24	39.34	100.00

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

销售价格方面,公司采用统一零售价。面包作为核心产品,享有较高的品牌知名度,顾客对该品牌忠诚度较高,公司可根据原料价格波动及其他市场情况变化调整其销售价格,在成本加成原则下,当原材料价格上涨时,公司能够通过品类优化、淘汰毛利率较低的品种,同时提升主力销售品种的单位售价等形式保证利润空间。盈利方面,原料在公司生产成本中的占比达到60%左右,因此盈利能力对其价格的敏感度较高。此外,在消费升级驱动下,面包的消费群体不断扩容,叠加城镇化速度加快和饮食西化的影响,面包行业景气度上升,公司对部分产品直接提价,并通过更新包装和产品升级间接提价。2015-2018.Q3,公司面包及糕点的销售均价分别是16.57元/千克、16.81元/千克、17.21元/千克和17.62元/千克,三年复合上涨率为1.91%,面包产品的销售均价提升带动产品毛利率同步变化,同期面包及糕点的毛利率分别是34.60%、36.04%、37.70%和39.33%。月饼和粽子是公司的延伸产品,受每季产品结构和产品品类不同的影响,销售均价

和毛利率处于波动状态。2015~2018.Q3,月饼销售均价分别是42.10元/千克、38.55元/千克、33.80元/千克和31.75元/千克,相应毛利率为47.22%、40.00%、37.09%和38.86%;粽子销售均价分别是34.31元/千克、25.36元/千克、35.01元/千克和36.66元/千克,相应毛利率为48.20%、49.60%、43.26%和46.89%。公司向下游价格传导机制较为灵活,一定程度上缓解了原材料价格波动影响。

表 14: 2015~2018.Q3 公司各类产品税前销售均价

项目	单位:元/千克			
	2015	2016	2017	2018.Q3
面包及糕点	16.57	16.81	17.21	17.62
月饼	42.10	38.55	33.80	31.75
粽子	34.31	25.36	35.01	36.66

数据来源:公司提供,中诚信证评整理

综合而言,公司目前业务以面包及糕点为主导,产品主要通过直营模式销售,兼以经销模式,并与各销售终端建立了成熟的合作关系,销售终端数量逐年递增,2017年末,直营模式收入达到25.59亿元,经销模式收入为15.20亿元,整体业务规模

稳步增长，且公司定价策略较灵活，成本向下游传导能力较强。但中诚信证评也关注到，公司募投项目和拟投资项目投产后短期内面临较大销售渠道拓展压力，对公司业务的经营情况提出新的挑战。

同时，中诚信证评注意到，公司短保面包保质期较短，在运输和销售等环节存在相对较大的食品安全风险。随着国家对食品安全的日益重视以及消费者权益保护意识的逐渐增强，产品质量控制与食品安全风险管控已成为食品加工企业生产经营与品牌运营管理的重中之重。面包销售额占公司总销售额的 95%以上，若出现负面影响桃李品牌的事件，可能会影响桃李品牌产品在市场上的影响力及认可度，影响消费者偏好，进而影响公司的销售业绩，中诚信证评将对公司食品安全风险保持持续关注。

公司治理

治理结构

根据《公司法》、《证券法》等相关法律法规及规范性文件的要求，公司制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理框架，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。公司股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构，其职权包括依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换由非职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会、监事会报告，审议批准年度财务预算、决算方案，修改公司章程等事项。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 4 名，董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会，行使召集股东大会，执行股东大会决议，决定经营计划和投资方案，决定内部管理机构的设置等职权。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，监事会主席 1 名。公司高级管理人员包括执行总经理、董事会秘书和财务负责人，监事会负责检查公司财务，对董事、高管人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等等。董事

会秘书是公司高级管理人员，对董事会负责。公司自设立以来，股东大会、董事会、监事会和经理层能够按照相关法律、法规和《公司章程》赋予的职权依法独立规范运作，履行各自的权利和义务，没有违法违规情况的发生。为了更好地维护股东权益，确保股东、董事、监事职权的有效履行，公司制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《关联交易管理制度》、《对外担保管理制度》等制度，为公司法人治理的规范化运行提供了进一步的制度保证。

内部控制

公司通过建立、健全各项内部控制制度，确保公司股东大会、董事会、监事会和高管人员的职责及制衡机制基本能够有效运作，公司内部监督和反馈系统基本健全。监事会对董事会建立和实施内部控制进行监督，经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。公司内部控制的目的是合理保证经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率和效果，促进实现发展战略。

公司按照管理职能和事务设置总经理、副总经理、营销总监、生产运营总监、设备工程总结和财务总监、下设食品安全办、市场部、营销部、生产部、采购部、质量管理部、仓储部、后勤部、环保消防部、设备工程部、技术研发部、人力资源部、信息管理部和财务部。公司对设立的组织机构均制定了相应的岗位职责，各职能部门和生产经营单位之间职责明确，相互牵制。

其中，质量管理部根据食品安全的法律法规，国家和行业标准对公司的原料和产品进行统一管理和质量控制，对产品的质量进行测试和定期检验，建立健全企业产品的质量体系。食品安全办收集、分析食品安全信息，制订相应计划并进行日常监督管理，对食品安全进行定期检测；完善关于食品安全的宣传和培训工作，协调各部门预防并妥善解决食品安全问题。生产部根据销售需求制定生产计划，按工艺配方下达物料需求计划，按计划领料排产，组织生产人员按工艺要求和作业指导书进行生产，对生产人员进行培训、指导和监督，对产品

质量和原材料消耗进行控制与考核，保证合格产品出厂，确保食品安全。财务部负责财务战略的制定，财务会计管理制度的实施和完善；负责日常财务记账、成本测算和纳税申报；对公司资金进行集中管理；负责为公司的经营决策提供真实、准确的财务资料，对公司的财务融资情况提供思路和建议。技术研发部负责新产品、新工艺和新技术的研究与开发，制定产品的研发战略和技术规范，组织产品的研制、开发，转化并落实研发成果。2015~2018.Q3 公司研发投入分别为 297.43 万元、369.81 万元、507.90 万元和 375.06 万元。

公司高度重视产品质量安全，已建立完整的生产质量安全过程监控体系，对各生产过程及关键控制点进行监控，按照 ISO22000 食品安全体系要求分别对原材料、生产、仓储、运输等过程进行危害分析，确定关键控制点、关键限值并进行监控和验证，保证食品安全。公司对产品生产的全过程实行严格标准化管理，即生产管理有程序文件和考核细则，生产质量控制有工艺文件和检验文件，生产操作有作业指导书和操作规程，确保质量管理、质量控制和质量检验有章可循，使标准化工作有策划、实施过程有检查、执行效果有验证，同时，公司依据国家质量监督检验检疫总局发布的《食品生产加工企业落实质量安全主体责任监督检查规定》公告，每月至少落实一次主体责任，严格检查和敦促各部门日常工作，从管理上规范了公司运作，保证了产品的质量安全。公司还参与起草了中国国家标准化管理委员会和中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局联合发布《糕点通则 GB/T20977-2007》以及《面包 GB/T20981-2007》。

总体来看，公司治理结构较为健全，股东大会、董事会、监事会及管理层日常运作规范；内部组织机构完善，管理制度较为健全，整体内部管理规范有序。

战略规划

公司秉承以为社会提供高性价比的产品，以“让更多的人爱上面包”为使命，以市场需求为导向，充分抓住国民经济快速发展和消费升级的良好机遇，逐步建立并完善布局合理、高效运营的生产基

地，不断扩大销售渠道覆盖的广度与深度，满足国内重点市场的消费需求，提升公司品牌影响力，奠定公司在中国面包行业的龙头地位，推动面包行业有序竞争并带动其良性发展。

公司将继续依托其品牌知名度和美誉度，充分发挥产能布局优势和渠道网络优势，坚持大力发展以面包及糕点为核心的烘焙产品，稳步加大发展传统节日产品月饼，优化产品结构，拓展新市场，继续保持公司良好的发展态势，奠定公司在中国面包行业的龙头地位。

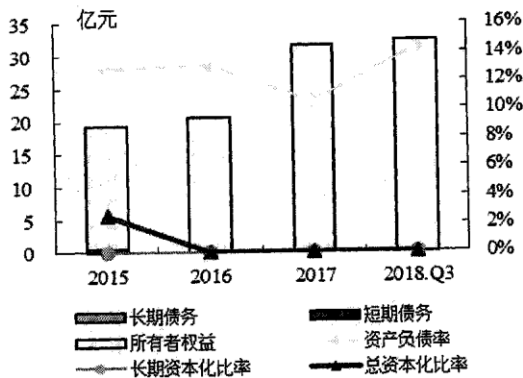
产能扩张方面，公司将扩大生产基地，重点实施武汉桃李面包有限公司烘焙食品生产项目、沈阳桃李面包系列产品生产基地项目、江苏桃李面包有限公司桃李面包烘焙食品生产基地项目、山东桃李面包有限公司烘焙食品生产项目。丰富公司产品线，进一步提升企业效益。产品方面，为适应市场需求，未来公司将进一步做强、做大面包及糕点产品，稳步发展月饼等传统节日产品，进一步丰富公司产品线，不断推出味美、营养、附加值高的系列产品，充分利用公司扩大的产能并开拓新的市场，增强市场竞争力。技术研发创新方面，公司将不断引进和培养专业对口人才，扩大专业研发团队，同时，进一步学习欧美日等发达国家的先进烘焙生产技术，提升公司的研发能力；其次，公司将持续加大科研经费投入，运用新工艺、新材料、新技术，不断开发适应市场的新产品，以提升产品附加值；第三，公司在改造原有生产设备同时，不断引进先进的自动化设备，最大限度的发挥设备的功效，提升产品质量，降低生产成本，全面提升公司的竞争力。市场方面，公司除了建立并完善营销网络外，公司还继续打造更加科学、快捷安全的物流系统，提升对客户的配送及服务能力，满足不同客户的多样化需求。此外，基于公司发展战略，集团管控职能的需要，公司持续优化组织结构，提升人力资源管理水平，加强关键人才储备与培养，提升公司人力资源的整体素质，并且继续推进公司信息化平台升级、建设，多模块应用移动信息技术，提升现有信息系统的数据挖掘能力，提高公司的运营效率。

财务分析

以下财务分析基于公司经华普天健事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年审计报告，以及公司提供的未经审计的 2018 年三季度财务报表。公司三年一期数据均为合并报表口径。

资本结构

图 4：2015~2018.Q3 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司立足东北地区，持续在全国范围内推进中央工厂的建设以完善其销售网络布局。受历年利润分配影响，公司经营留存规模有限，近年来主要通过资本市场直接融资的形式满足投资性资金需求，对外部间接融资的依赖程度相对较低。负债方面，公司近年来均维持较低的外部融资规模，三年及一期末负债总额分别为 2.76 亿元、3.09 亿元、3.71 亿元和 5.40 亿元。2017 年 9 月 12 日，公司非公开发行股票申请通过中国证监会发行审核委员会审核，募集资金净额 7.19 亿元，主要用于武汉、西安和重庆等地生产基地的投建，自有资本实力相对增强。近三年及一期末，公司所有者权益分别为 18.69 亿元、20.57 亿元、31.56 亿元和 32.42 亿元，三年复合增长率为 29.94%。受此影响，公司同期总资产规模分别为 21.45 亿元、23.66 亿元、35.26 亿元和 37.82 亿元，三年复合增长率为 28.23%。公司财务杠杆常年维持在较低水平，随着非公开发行股票的完成，2017 年资产负债率进一步下降。近三年及一期末，公司资产负债率分别为 12.85%、13.05%、10.51% 和 14.29%，负债水平低。

从资产构成来看，公司流动资产和非流动资产

规模相当，近三年及一期末，公司非流动资产规模分别为 10.84 亿元、14.23 亿元、16.58 亿元和 17.73 亿元，占总资产的比重为 50.56%、60.16%、47.01% 和 46.88%。2017 年末公司非流动资产主要为固定资产（11.04 亿元）、无形资产（2.37 亿元）和在建工程（1.60 亿元）。公司固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备、电子设备和运输工具等，公司近年来逐步在全国范围内推进其“中央工厂+批发”的业务模式，生产基地的陆续投产使其固定资产规模逐年增长；在建工程主要为位于沈阳、大连、天津、武汉及重庆等地的生产基地，2017 年末公司在建工程同比增长 90.76%，主要系受当年非公开发行股票募投项目投产的影响；无形资产主要为土地使用权。2017 年末公司流动资产主要包括货币资金（13.60 亿元）、应收账款（3.32 亿元）、存货（0.98 亿元）和其他流动资产（0.33 亿元）。公司货币资金主要为银行存款，无因抵押、质押或冻结等对使用有限制、有潜在回收风险的款项，整体流动性良好，2017 年公司完成非公开发行股票，年末货币资金余额同比增长 199.99%。近三年，销售网络的逐步拓展导致公司应收账款规模相应增加，2017 年末公司应收账款同比增长 18.56%，账龄基本在一年之内，回收风险较小。公司存货主要为原材料和周转材料及包装物等，由于生产周期及产品保质期较短，存货规模维持在较低水平。

截至 2018 年 9 月末，公司流动资产和非流动资产规模分别为 20.09 亿元和 17.73 亿元，占资产总额的比例分别为 53.12% 和 46.88%。期末流动资产包括货币资金（13.39 亿元）、应收账款（4.76 亿元）和存货（1.16 亿元），第三季度系公司月饼销售旺季，账款回收稍显滞后，加之新渠道的建设，期末应收账款较上年末增长 43.11%。公司期末非流动资产包括固定资产（12.69 亿元）、在建工程（0.63 亿元）、无形资产（2.56 亿元）和其他非流动资产（0.99 亿元），其中受预付的工程款增加影响，公司期末其他非流动资产较上年末增长 49.60%。

负债方面，近三年及一期，公司流动负债合计 2.70 亿元、2.96 亿元、3.58 亿元和 5.39 亿元，占负债总额的比重为 97.80%、95.74%、96.46% 和

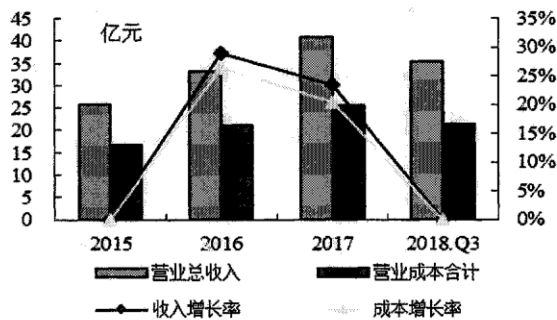
99.81%。2017 年末公司流动负债主要为应付账款（2.44 亿元）、应交税费（0.74 亿元）和其他应付款（0.37 亿元）。公司应付账款主要为尚未达到结算条件的货款；其他应付款包括经销商保证金和购买土地的补助款。

债务方面，2016 年公司 5,000 万元短期借款到期偿付，2016~2017 年末及 2018 年三季度末均无有息债务余额。

总体来看，近年来公司总资产稳步扩张，得益于非公开股票的发行，自有资本实力得到增强，财务结构稳健性进一步提升。但随着其全国性销售网络布局的逐步完善，投资性资金需求将长期存在，未来财务杠杆水平或将有所提升。

盈利能力

图 5：2015~2018.Q3 公司收入及盈利分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司自成立以来专注于以面包及糕点为核心的烘焙类产品的生产和销售，以“中央工厂+批发”的模式拓张销售网络，截至 2018 年 9 月末，公司已在全国 17 个区域建立了生产基地，国内的零售终端达到了 21 万多个，产能与销售渠道的同步提升为公司收入规模逐年扩张奠定了基础。2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 25.63 亿元、33.05 亿元和 40.80 亿元，年复合增长率为 26.17%。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 35.24 亿元，同比增长 19.26%，目前公司仍保持较大产能扩张力度，加之销售区域的持续扩张，未来营业收入仍有望保持稳步增长。

表 15：2015~2018.Q3 公司主要产品营业毛利率情况

产品	单位：%			
	2015	2016	2017	2018.Q3
面包及糕点	34.60	36.04	37.70	39.33
月饼	47.22	40.00	37.09	38.86
粽子	48.20	49.60	43.26	46.89
营业毛利率	34.89	36.13	37.70	39.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，随着收入规模的增长，公司规模效益逐步显现，成本控制能力逐年增强，同时，2018 年第三季度，公司部分面包及糕点产品平均提价幅度约 2~3%，直接带动了当期面包业务毛利率较上年提高了 1.63 个百分点。2015~2017 年以及 2018 年第三季度，公司营业毛利率分别为 34.89%、36.13%、37.70%和 39.34%，初始获利水平持续上升。

期间费用方面，2015~2017 年，公司三费合计分别为 4.28 亿元、6.12 亿元和 8.34 亿元，三费收入占比分别为 16.70%、18.51%和 20.45%。公司近三年销售费用分别为 3.60 亿元、5.49 亿元和 7.57 亿元，管理费用分别为 0.66 亿元、0.68 亿元和 0.82 亿元，财务费用分别为 0.03 亿元、-0.05 亿元和 -0.04 亿元。公司销售费用包括员工工资福利和产品配送服务费用，在人工成本增长、销售渠道拓展、销售活动增加的情况下，公司在营业收入快速增长同时，销售费用相应的逐年增长，2017 年公司销售费用涨幅达到了 37.85%。近三年，公司三费收入比分别为 16.70%、18.51%和 20.45%；2018 年 1~9 月，公司三费合计 7.77 亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用分别为 7.21 亿元、0.66 亿元和 -0.09 亿元，三费收入比为 22.06%，三费占比进一步增加。根据战略规划，公司华东、华南、西北等新市场开拓力度持续加大，市场占有率有望进一步提升，但销售费用率短期或继续上涨，中诚信证评对此予以长期关注。

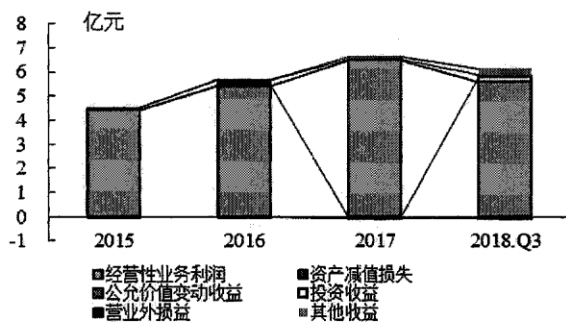
表 16: 2015~2018.Q3 公司期间费用分析

	单位: 亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	3.60	5.49	7.57	7.21
管理费用	0.66	0.68	0.82	0.66
财务费用	0.03	-0.05	-0.04	-0.09
三费合计	4.28	6.12	8.34	7.77
营业总收入	25.63	33.05	40.80	35.24
三费收入比	16.70%	18.51%	20.45%	22.06%

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

2015~2017年, 公司利润总额分别为 4.47 亿元、5.60 亿元和 6.58 亿元, 其中经营性业务利润分别为 4.41 亿元、5.42 亿元和 6.50 亿元。2015 年以来, 公司收入规模及初始业务获利能力逐年提升, 经营性业务利润表现持续向好。近三年, 公司资产减值损失分别为 0.02 亿元、0.03 亿元和 0.05 亿元, 主要为坏账损失。2017 年公司根据《企业会计准则第 16 条-政府补助》将于日常经营活动相关的政府补助计入“其他收益”, 当年取得其他收益 0.10 亿元。2018 年 1~9 月, 公司实现利润总额 5.96 亿元, 其中经营性业务利润为 5.59 亿元, 系利润总额的主要构成部分, 投资收益和其他收益分别为 0.21 亿元和 0.28 亿元, 其中投资收益主要为购买保本理财产品取得的收益, 其他收益主要为政府补助。

图 6: 2015~2018.Q3 公司利润总额构成情况



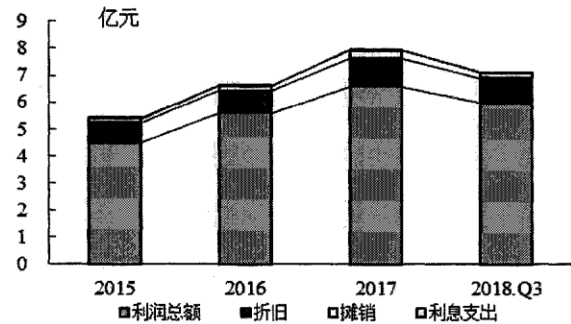
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 近年来公司不断加大营销力度, 销售终端逐年增加, 加之产能规模的持续投建和扩张, 促进了营业收入的稳步提升。同时, 公司作为国内烘焙类产品的龙头企业, 对外拥有较强的议价能力, 对内则加强成本费用控制力度, 盈利能力逐年提升, 经营效益表现良好。

偿债能力

2016~2017 年末, 以及 2018 年三季度末, 公司无有息债务余额, 短期基本无偿债压力。获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由折旧、摊销和利润总额构成, 2015~2017 年以及 2018 年 1~9 月, 公司 EBITDA 分别为 5.40 亿元、6.62 亿元、7.94 亿元和 7.11 亿元。

图 7: 2015~2018.Q3 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

公司盈利能力较强, 加之在销售环节拥有较强的议价能力, 购销结算周期较为匹配, 良好的收现比保障了其经营活动净现金流的稳定, 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月, 公司经营性净现金流分别为 4.27 亿元、5.19 亿元、6.53 亿元和 5.93 亿元。公司目前仍处于投资密集期, 近三年及一期投资性净现金流表现为持续的净流出, 分别为 -3.12 亿元、-5.14 亿元、-3.18 亿元和 -2.37 亿元。公司每年向股东分配股利, 近三年及一期筹资活动现金流出分别为 1.53 亿元、3.20 亿元、2.28 亿元和 3.77 亿元, 公司分别于 2015 年和 2017 年完成 IPO 和非公开发行股票, 上述两个年份筹资活动现金流入分别为 6.64 亿元和 8.11 亿元, 受此影响, 近三年及一期, 公司筹资活动现金流分别为 5.12 亿元、-3.00 亿元、5.83 亿元和 -3.77 亿元。

表 17: 2015~2018.Q3 公司偿债能力分析

指标	2015	2016	2017	2018.Q3
总债务 (亿元)	0.50	0.00	0.00	0.00
短期债务 (亿元)	0.50	0.00	0.00	0.00
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA (亿元)	5.40	6.62	7.94	7.11
EBITDA 利息倍数 (X)	153.43	1,358.57	687.12	-
总债务/EBITDA (X)	0.09	-	-	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	121.44	1,066.35	565.53	-
经营活动净现金/总债务 (X)	8.55	-	-	-
资产负债率 (%)	12.85	13.05	10.51	14.29
总资本化比率 (%)	2.61	-	-	-

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司获得授信额度总计人民币 2 亿元, 主要来自于招商银行, 其中未使用的授信额度为 2 亿元, 备用流动性有限。此外, 公司系 A 股上市公司, 能够从资本市场获取直接融资。

或有负债方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司无对外担保, 对全资子公司天津桃李食品有限公司担保 0.21 亿元, 占公司当期净资产的比例为 0.65%。整体而言, 公司担保比率较低, 代偿风险较小。

受限资产方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司无使用受限资产。

未决诉讼方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司无重大法律诉讼事项。

整体来看, 公司业务模式成熟且具备可复制性, 凭借自身综合优势, 加快全国范围内的扩张速度, 市场份额相应提升, 同时, 公司积极推进新工厂的建设以匹配新市场的拓展进度, 业务规模及盈利能力等方面均呈回升趋势, 经营性现金流表现稳定, 整体偿债能力很强。但中诚信证评也关注到, 公司后续产能投资需求较大, 资本支出压力长存, 加之销售渠道铺设及物流成本增加带来的销售费用的扩张亦将对公司整体经营及信用状况造成一定的影响。

结 论

综上, 中诚信证评评定桃李面包股份有限公司主体信用级别为 AA, 评级展望为稳定; 评定“桃李

面包股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”信用级别为 AA。

关于桃李面包股份有限公司 公开发行A股可转换公司债券的跟踪评级安排

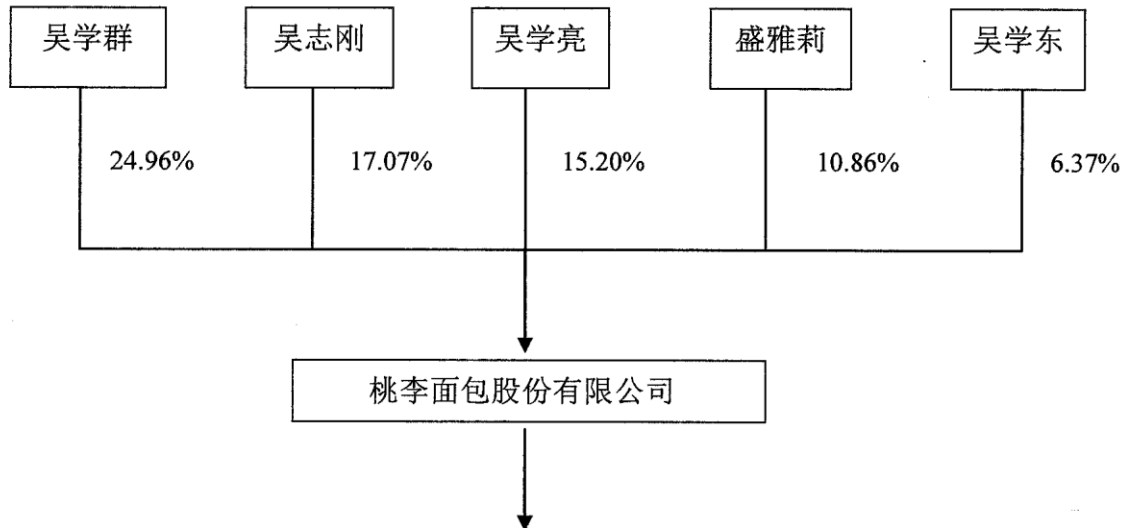
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

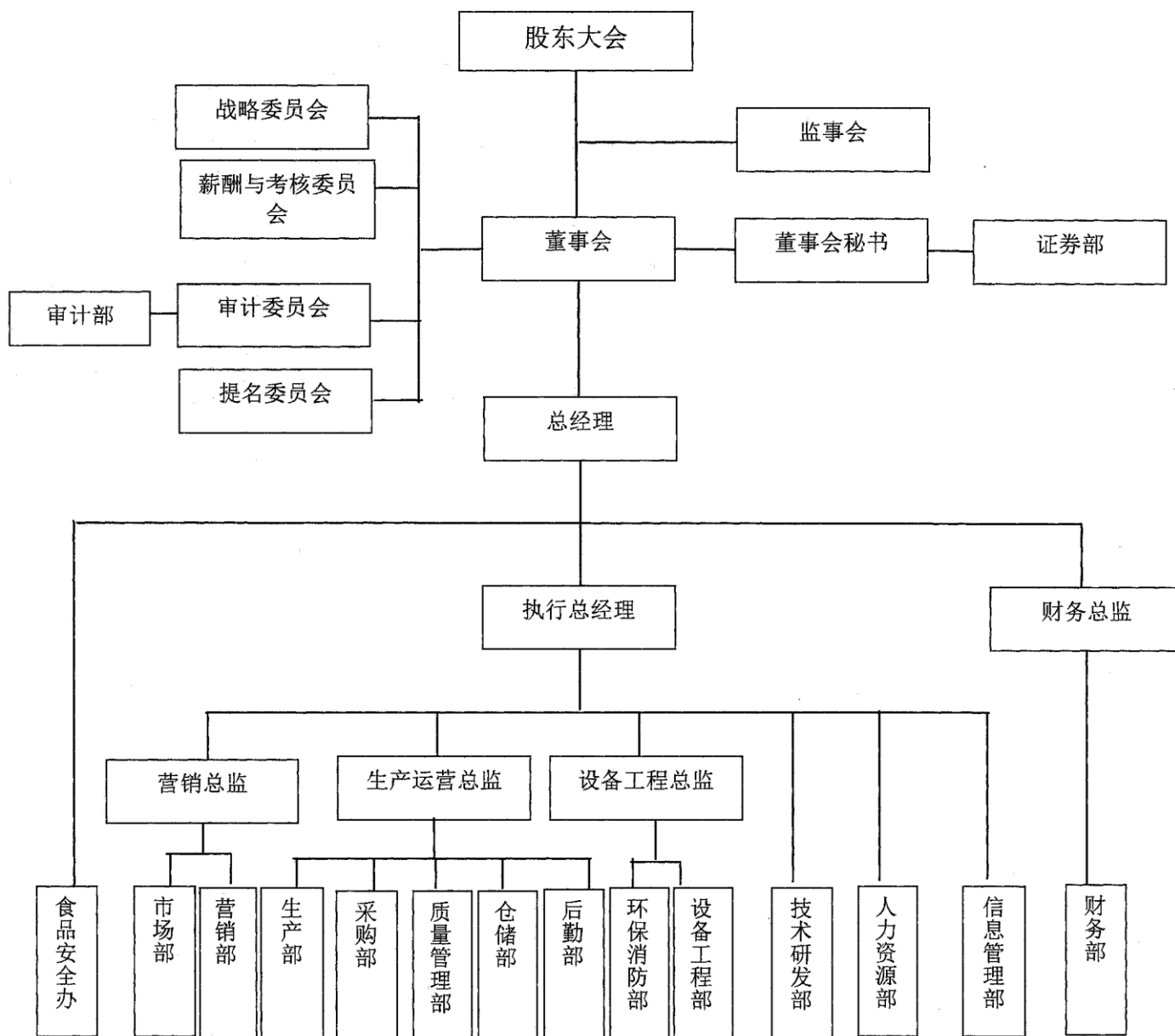
附一：桃李面包股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



一级子公司名称	持股比例	一级子公司名称	持股比例
丹东桃李食品有限公司	100%	长春桃李食品有限公司	100%
锦州桃李食品有限公司	100%	沈阳八方塑料包装有限公司	100%
成都市桃李食品有限公司	100%	石家庄桃李食品有限公司	100%
哈尔滨桃李食品有限公司	100%	上海桃李食品有限公司	100%
北京市桃李食品有限公司	100%	西安桃李食品有限公司	100%
大连桃李食品有限公司	100%	内蒙古桃李食品有限公司	100%
包头市桃李食品有限公司	100%	青岛桃李面包有限公司	100%
济南桃李面包有限公司	100%	四川桃李面包有限公司	100%
天津桃李食品有限公司	100%	重庆桃李面包有限公司	100%
深圳桃李面包有限公司	100%	山东桃李面包有限公司	100%
武汉桃李面包有限公司	100%	江苏桃李面包有限公司	100%
东莞桃李面包有限公司	100%	沈阳桃李面包有限公司	100%
银川桃李面包有限公司	100%	浙江桃李面包有限公司	100%
长沙桃李面包有限公司	100%	南昌桃李面包有限公司	100%
青岛桃李食品有限公司	100%	海口桃李面包有限公司	100%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：桃李面包股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：桃李面包股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据 (单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	74,099.44	45,326.68	135,973.28	133,921.55
应收账款净额	23,250.55	28,043.68	33,249.73	47,585.29
存货净额	6,455.42	8,346.17	9,804.28	11,610.87
流动资产	106,034.01	94,263.81	186,849.95	200,932.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	84,256.70	106,731.76	126,404.80	133,203.09
总资产	214,481.31	236,590.96	352,643.75	378,243.32
短期债务	5,000.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务 (短期债务+长期债务)	5,000.00	0.00	0.00	0.00
总负债	27,563.22	30,875.28	37,066.08	54,039.46
所有者权益 (含少数股东权益)	186,918.09	205,715.68	315,577.67	324,203.86
营业总收入	256,333.05	330,548.00	407,970.99	352,442.32
三费前利润	86,925.59	115,386.77	148,392.92	134,042.14
投资收益	0.00	99.62	-206.74	2,124.68
净利润	34,695.51	43,554.52	51,328.09	46,276.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	54,004.03	66,185.49	79,357.78	71,093.99
经营活动产生现金净流量	42,743.55	51,949.24	65,314.72	59,338.91
投资活动产生现金净流量	-31,545.37	-51,361.74	-31,785.13	-23,740.56
筹资活动产生现金净流量	51,181.72	-29,965.25	58,327.68	-37,650.08
现金及现金等价物净增加额	62,379.89	-29,377.76	91,857.27	-2,051.73
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率 (%)	34.89	36.13	37.70	39.34
所有者权益收益率 (%)	18.56	21.17	16.26	14.27*
EBITDA/营业总收入 (%)	21.07	20.02	19.45	20.17
速动比率 (X)	3.69	2.91	4.95	3.51
经营活动净现金/总债务 (X)	8.55	-	-	-
经营活动净现金/短期债务 (X)	8.55	-	-	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	121.44	1,066.35	565.53	-
EBITDA 利息倍数 (X)	153.43	1,358.57	687.12	-
总债务/EBITDA (X)	0.09	0.00	0.00	-
资产负债率 (%)	12.85	13.05	10.51	14.29
总资本化比率 (%)	2.61	-	-	-
长期资本化比率 (%)	0.00	-	-	-

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、表中带“*”数据经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

附五：信用等级的符号及定义
主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

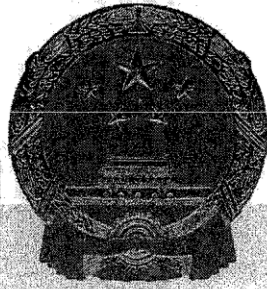
等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 上海市青浦区工业园区嘉工业7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

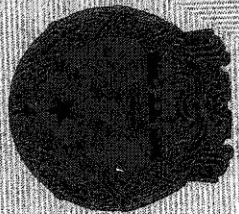
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级

法定代表人: 闫衍

注册地址: 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李婧喆，证件号码:420621199308290029，于2015年04月26日参加证券市场基础知识考
试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息一致

201505421872111042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李婧喆，证件号码:420621199308290029，于2017年04月08日参加发布证券研究报告业
务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息一致

20170433010061193210330100



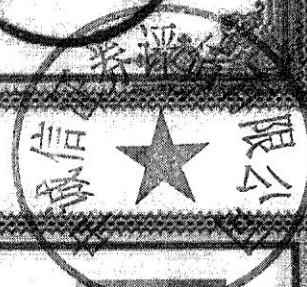
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶, 证件号码:330922198708021027, 于2014年11月09日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.cn核对信息

20141133809089033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶, 证件号码:330922198708021027, 于2015年11月28日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.cn核对信息

201512333298325033

