

桃李面包股份有限公司公开发行 A 股可转换公司 债券跟踪评级报告（2020 年）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨笑天 xyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 11 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0645 号

桃李面包股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“桃李转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十一日

评级观点：中诚信国际维持桃李面包股份有限公司（以下简称“桃李面包”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“桃李转债”的信用等级为 **AA**。中诚信国际认为，跟踪期内公司规模进一步扩张，盈利及获现能力均有所提升，财务杠杆水平仍然较低，并且继续保持了畅通的融资渠道。同时，中诚信国际关注到行业竞争加剧、公司在建项目规模较大及期间费用控制水平有待改善等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

桃李面包（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	35.26	39.11	51.86	54.26
所有者权益合计（亿元）	31.56	34.21	37.43	39.38
总负债（亿元）	3.71	4.89	14.43	14.88
总债务（亿元）	0.00	0.00	8.42	8.53
营业总收入（亿元）	40.80	48.33	56.44	13.23
净利润（亿元）	5.13	6.42	6.83	1.94
EBIT（亿元）	6.59	8.24	8.88	--
EBITDA（亿元）	7.94	9.72	10.51	--
经营活动净现金流（亿元）	6.53	8.03	8.88	1.97
营业毛利率(%)	37.70	39.68	39.57	43.20
总资产收益率(%)	22.38	22.17	19.52	--
资产负债率(%)	10.51	12.51	27.82	27.43
总资本化比率(%)	0.00	0.00	18.37	17.81
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.00	0.80	--
EBITDA 利息倍数(X)	687.12	--	73.86	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **业务规模进一步扩张，盈利及获现能力有所提升。**跟踪期内，公司进一步拓展全国市场，业务规模较快增长。2019 年公司营业总收入同比增长 16.77%；净利润及经营活动净现金流同比分别增长 6.42% 和 10.53%。

■ **财务杠杆水平较低。**2019 年公司发行可转债使得债务规模有所上升，但公司财务杠杆仍处于行业内较低水平。

■ **保持畅通的融资渠道。**作为上市公司，公司具备畅通的直接融资渠道，2019 年成功发行可转债；此外，银行授信亦可提供备用流动性支持。

同行业比较

2019 年食品行业部分企业主要指标对比表

公司名称	主要产品产量	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)
山东三星	玉米油 31.89 万吨	164.56	47.74	44.06	117.83	4.84	15.19
克明面业	米面制品 55.44 万吨	41.21	45.46	40.02	30.34	2.07	3.81
桃李面包	面包及糕点 31.96 万吨	51.86	27.82	18.37	56.44	6.83	8.88

注：“山东三星”为“山东三星集团有限公司”简称；“克明面业”为“克明面业股份有限公司”简称。上述数据均为各企业 2019 年数据。

资料来源：公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
桃李转债	AA	AA	10.00	2019/9/20~2025/9/19

关注

■ **行业竞争加剧。**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，作为快消品的面包消费者粘度较低，市场竞争日益激烈。

■ **在建项目规模较大。**截至 2019 年末，公司在建项目数量较多，预计投资金额较大。中诚信国际对项目的投资进度和投产后的经营效益保持持续关注。

■ **期间费用控制水平有待改善。**跟踪期内，公司期间费用率有所增长，期间费用控制水平有待进一步提升。

评级展望

中诚信国际认为，桃李面包股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司业务规模大幅上升；盈利及获现能力大幅增强，且具有持续性；资本实力显著增强。

■ **可能触发评级下调因素。**公司盈利能力大幅下降；财务杠杆水平大幅上升，偿债能力大幅弱化；出现严重的食品安全问题。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1：截至 2019 年末公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集资金	已使用资金	募集用途	募集用途是否变更
桃李转债	9.82	1.26	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	否

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨

慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

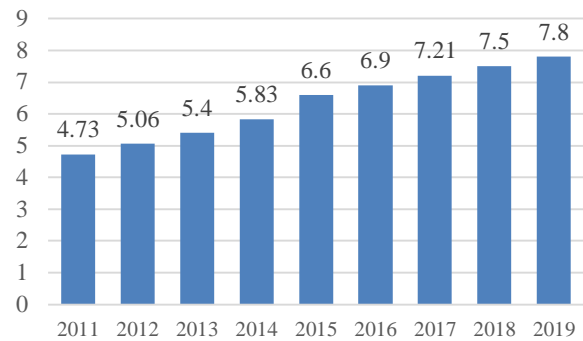
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

跟踪期内，我国烘焙及面包行业维持较快发展，未来发展空间仍然较大，但市场竞争日趋激烈

跟踪期内，随着国民人均可支配收入的增长，居民饮食结构日益丰富，具有品种丰富、口味多样等特点的烘焙食品行业维持较快的增长态势。Euromonitor 数据显示，2019 年国内烘焙行业市场规模已达 2,317 亿元，较 2018 年增长较为明显，已位居世界前列。中国食品工业协会数据显示，2019 年中国烘焙产品人均消费量为 7.8KG/人，较 2018 年增长 0.3KG/人。除规模增长以外，随着人们消费需求的日益多元化，烘焙行业日益呈现出产品多样化、个性化的特征。

图 1：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，中诚信国际整理

面包是烘焙产品的重要组成部分，面包以其独特的烘焙香味、松软的口感、便于贮藏携带等方面的优势，受到我国消费者群体日益青睐。跟踪期内，我国面包产业维持较快增长态势。中商产业研究院数据显示，2019 年我国面包行业收入约为 463.4 亿元，较 2018 年有较大增长；面包市场规模占烘焙市场规模的比例约为 20%。目前，面包行业增速较部分其他食品子行业更快，其仍处于成长发展阶段。尽管我国面包行业市场规模已位居世界前列，但人均消费量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的四分之一左右，未来成长空间较大。

运营模式方面，根据销售渠道的不同，我国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+批发模式以桃李面包、曼可顿和宾堡为代表。这种经营模式生产自动化程度较高，规模效应显著；下游销售渠道主要为商场和超市，产品定位为大众消费产品，销售群体比较广泛。中央工厂+连锁店模式以 85 度 C、面包新语为代表。这种模式的消费群体多为城市时尚消费群体，店面装潢整洁精致，产品新鲜、形状美观。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，消费群体规模较小。相比之下，采用中央工厂+批发模式的企业更容易进行规模扩张。此外，跟踪期内，随着电商的快速发展，行业销售渠道呈现日趋多元化的态势。

行业集中度方面，由于面包行业具有进入门槛

较低的特点，行业竞争格局较为分散，市场竞争激烈。中商产业研究院数据显示，2019年行业CR3占比约为20.72%，其中桃李面包市占率为11.93%，排名第一，且较2018年小幅提升；第二名达利食品集团有限公司（以下简称“达利食品”）市占率为4.45%；第三名福建盼盼生物科技股份有限公司市占率为4.30%。

跟踪期内，随着居民消费力的提升以及代餐需求的日益增长，消费者对于食品健康的要求日益提升，短保面包因其口感新鲜且无（少）添加剂的产品特点受到消费者的青睐。受益于此，跟踪期内，短保面包市场增速继续快于面包行业增速。短保面包因对产业链管控要求更高，行业竞争壁垒更加明显，行业集中度更高。Euromonitor数据显示，2019年短保面包龙头企业桃李面包在短保市场的占有率接近30%。但中诚信国际注意到，短保面包行业竞争日趋激烈，2018年以来，长保面包龙头达利食品开始大力推广其短保品牌“美焙辰”，其他企业也纷纷加大对短保面包赛道的投入，未来行业竞争或将加剧。

原材料价格方面，跟踪期内，面包行业主要原材料面粉、油脂、糖和酵母等产品价格均呈小幅增长态势，业内企业的经营成本和业绩受到一定的影响。

跟踪期内，公司进一步拓展全国市场，业务规模实现较快增长

跟踪期内，公司的核心产品仍为面包及糕点，2019年面包及糕点收入占公司营业收入的比例为97.94%，月饼及粽子为补充产品。

产能方面，跟踪期内，公司继续贯彻全国化扩张的发展战略，旧厂扩建项目和新建工厂项目陆续完工投产¹，公司产能规模较2018年有较大增长。产能布局方面，截至2020年3月末，公司拥有18个面包生产工厂，较2018年末增加1个；目前公司工厂分布于18个中心城市，进一步完善了产能的全国化布局。产量方面，由于公司产能扩张加之对下游市场进一步拓展，2019年公司各项产品产量均较2018年增幅较大。但由于新增产能的释放尚需一定时间，当年面包及糕点和粽子的产能利用率小幅降低。2020年以来，新冠肺炎疫情在国内爆发，但由于下游市场需求整体保持稳定，公司产量未受到较大影响。

表2：近年来公司产品生产情况（吨/年、吨、%）

面包及糕点	2017	2018	2019
产能	245,779.23	280,234.42	347,885.68
产量	232,482.59	268,819.31	319,590.53
产能利用率	94.59	95.93	91.87
月饼	2017	2018	2019
产能	2,108.43	3,519.42	3,565.20
产量	2,013.28	3,037.08	3,511.49
产能利用率	95.49	86.29	98.49
粽子	2017	2018	2019
产能	221.57	290.30	390.83
产量	198.97	263.94	345.89
产能利用率	89.80	90.92	88.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，随着生产规模的扩张，公司原材料采购规模也随之增长。采购价格方面，除鸡蛋价格有所上升外，其他主要原材料价格呈现小幅下降态势。

表3：近年来公司原材料采购情况

原材料	平均单价（元/千克）		采购量（吨）		采购金额（亿元）	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
面粉	4.47	4.44	153,232.88	172,696.43	6.85	7.67
油脂	10.43	10.32	22,555.36	25,421.56	2.35	2.62

¹设计产能2.00万吨/年的武汉桃李面包有限公司烘焙食品生产项目一期工程已于2019年11月12日投产；设计产能2.12万吨/年的山东桃李面包有限公司烘焙食品生产项目已于2020年2月投产。

糖	5.23	5.14	28,275.35	30,074.69	1.48	1.54
鸡蛋	7.91	8.46	18,945.34	24,951.89	1.50	2.11
酵母	6.27	5.74	3,717.62	4,663.43	0.23	0.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，受益于公司产能增长及市场开拓，公司各产品销量均增长较为明显，产销率维持在很高水平。销售价格方面，受部分产品在新市场促销推广等因素影响，跟踪期内，公司主要产品销售均价出现小幅下降。2020年以来，尽管新冠肺炎疫情

爆发对社会消费造成了较大的负面影响，但公司加大了配送服务，补充了关闭的线下门店造成的供给缺口，2020年1~3月，公司销量受疫情影响较小。退损率方面，跟踪期内，公司产品退损率维持在5%~8%，处于行业内较好水平。

表 4：近年来公司产品销售情况

项目		2017	2018	2019
面包及糕点	税前销售均价（元/kg）	17.21	17.59	17.30
	销量（吨）	232,750.87	268,819.31	319,425.17
	产销率（%）	100.12	99.99	99.95
月饼	税前销售均价（元/kg）	33.80	31.26	30.10
	销量（吨）	2,013.28	3,037.08	3,511.49
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00
粽子	税前销售均价（元/kg）	35.01	36.66	30.53
	销量（吨）	198.97	263.94	345.89
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，跟踪期内，得益于公司进一步开拓华东、华南等新兴市场；同时在东北、华北等成熟市场继续加快销售网络细化和下沉工作，公司各销售区域销售收入均实现较大增长；除华中地区

外，各区域盈利情况基本保持稳定。华中地区盈利能力下降主要系武汉工厂投产前的前期费用投入较大所致。

表 5：近年来公司销售区域分布情况（亿元、%）

分区域	2017			2018			2019			2020.1~3		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
华北地区	9.00	35.67	22.06	11.24	32.60	23.27	13.26	34.35	23.50	3.31	37.76	25.02
东北地区	19.84	32.47	48.62	23.33	34.27	48.26	26.64	33.86	47.20	6.39	37.99	48.29
华东地区	7.68	29.67	18.81	9.74	32.07	20.16	11.67	31.12	20.67	2.67	32.00	20.21
华中地区	0.16	21.89	0.39	0.07	28.66	0.14	0.12	-24.57	0.21	0.09	-1.51	0.68
西南地区	5.10	40.64	12.49	5.78	38.90	11.96	6.81	39.42	12.07	1.52	39.71	11.46
西北地区	2.96	36.41	7.27	3.52	38.97	7.29	4.16	37.85	7.37	0.94	38.29	7.08
华南地区	1.65	16.86	4.04	3.09	24.37	6.40	3.82	24.03	6.78	0.97	24.50	7.32
分部抵消	-5.58	--	-13.68	-8.45	--	-17.48	-10.05	--	-17.80	-2.65	--	-20.06
合计	40.80	37.70	100.00	48.33	39.68	100.00	56.44	39.57	100.00	13.23	43.20	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

客户集中度方面，2019年公司前五大客户主要为大型商超企业，收入占比为9.87%，集中度较低，对单一客户依赖较小。

公司在建项目规模较大，中诚信国际对项目的投资进度和投产后的经营效益保持持续关注

未来，公司计划在全国进一步扩张产能。截至2019年末，公司在建项目数量较多，预计投资金额

较大。中诚信国际对项目的投资进度和投产后的经营效益保持持续关注。

表 6：截至 2019 年末公司在建项目建设情况（万元、%）

项目名称	总投资预算	截至2019年末已投资	工程进度	计划投产日期
沈阳桃李面包系列产品生产基地	17,421.57	4,629.51	26.57	2021年6月
四川桃李面包有限公司烘焙食品生产项目	21,332.22	690.60	3.24	2021年12月
山东桃李面包有限公司烘焙食品生产项目	14,501.00	11,523.30	79.47	2020年2月
江苏桃李面包有限公司一期投资项目	20,640.73	8,580.11	41.57	2020年8月
浙江桃李面包有限公司生产基地建设项目	25,327.26	1,410.50	5.57	2021年9月
大连桃李厂二期建设项目	10,000.00	17.96	0.18	--
青岛桃李食品有限公司烘焙食品生产项目	21,058.01	166.74	0.79	2022年6月
合计	130,280.79	27,018.72	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）²审计并出具标准无保留意见的2017年~2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。

跟踪期内，受益于业务规模扩张，公司盈利规模保持平稳上升态势；中诚信国际将对短保市场竞争日趋激烈及可能对公司盈利水平产生的影响保持关注

跟踪期内，受益于公司在全国多区域进一步拓展渠道以及新项目投产带动产能增长，公司各类产品业务收入均出现明显增长。毛利率方面，由于公司对产品采取成本加成法定价，公司产品毛利率较为稳定。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率情况（亿元、%）

产品类型	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
面包及糕点	40.05	37.70	47.29	39.83	55.27	39.63
月饼	0.68	37.09	0.95	31.27	1.06	36.82
粽子	0.07	43.26	0.10	46.89	0.11	38.57
合计	40.80	37.70	48.33	39.68	56.44	39.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司期间费用随业务规模扩张呈增长态势。销售费用依然是公司期间费用的主要构成部分。**中诚信国际关注到**，2019年公司期间费用率较2018年有所上升，主要系销售费用增长所致，为提高配送终端服务质量和新市场的开发力度，公司加大了产品配送服务费、门店费等销售费用的投入。整体看，公司期间费用控制水平有待提高。

跟踪期内，公司利润仍主要由经营性业务利润构成，受益于销量增长，2019年公司经营性业务利润同比有所增长。此外，投资收益³为公司利润的有益补充。受益于上述因素，2019年公司盈利指标有所提升。但由于期间费用上升较快，EBITDA增速低于收入增速，且产能扩张造成资产规模扩张较快，2019年公司EBITDA利润率及总资产收益率较2018年小幅下降。**中诚信国际关注到**，短保面包市场竞争日趋激烈，公司盈利能力面临一定的外部挑战。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	7.57	9.99	12.28	2.74
管理费用	0.77	0.89	1.02	0.35
研发费用	0.05	0.06	0.09	0.03
财务费用	-0.04	-0.10	0.03	0.10
期间费用合计	8.34	10.83	13.42	3.23
期间费用率	20.45	22.40	23.78	24.39
经营性业务利润	6.60	8.08	8.44	2.39

² 2019年6月，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）更名为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。

³ 跟踪期内，公司投资收益为银行理财收益。

投资收益	-0.02	0.30	0.24	0.11
利润总额	6.58	8.24	8.74	2.50
EBIT	6.59	8.24	8.88	--
EBITDA	7.94	9.72	10.51	--
EBITDA 利润率	19.45	20.10	18.62	--
总资产收益率	22.38	22.17	19.52	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产、负债及所有者权益均有所增长，受发行可转债影响，公司财务杠杆水平上升较快，但仍处于较低水平

跟踪期内，公司产能扩张及发行可转债带动总资产规模明显增长。目前，公司货币资金及投资性理财产品规模⁴较大，具有较好的资产流动性。随着业务规模的扩大，公司应收账款及存货规模有所增长。截至 2019 年末，公司账龄在 1 年以内的应收账款占比为 98.51%，计提的坏账准备为 0.12 亿元，整体来看，公司应收账款回收风险较小。非流动资产方面，跟踪期内，公司持续推动产能的扩张建设，非流动资产规模持续增长。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	13.60	14.24	10.78	11.71
交易性金融资产	--	--	2.77	1.91
应收账款	3.32	4.29	4.93	5.38
存货	0.98	1.10	1.31	1.38
其他流动资产	0.34	0.32	5.95	6.60
流动资产合计	18.68	20.40	26.22	27.49
固定资产	11.04	12.77	15.45	16.99
在建工程	1.60	1.40	2.74	1.96
无形资产	2.37	2.76	3.44	3.48
其他非流动资产 ⁵	0.66	0.90	2.90	3.19
非流动资产合计	16.58	18.70	25.64	26.77
资产合计	35.26	39.11	51.86	54.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司发行可转债使得债务和负债规模大幅增长。同期末，公司所有者权益保持增长，主要系发行可转债使得其他权益工具增长所致。近年来公司保持较高比例的分红，2019 年度分红金额为 6.58 亿元，较大的利润分配规模不利于权益积累。跟踪期内，公司财务杠杆水平上升幅度较大，

⁴ 截至 2019 年末，公司交易性金融资产全部为短期保本浮动收益的银行理财产品；其他流动资产中银行理财余额为 5.48 亿元。

但仍处于较低水平。

表 10：近年来公司债务结构及资本实力情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	0.00	0.00	8.42	8.53
长短期债务比	--	--	--	--
总债务	0.00	0.00	8.42	8.53
应付账款	2.44	3.18	4.14	4.01
总负债	3.71	4.89	14.43	14.88
所有者权益合计	31.56	34.21	37.43	39.38
资产负债率	10.51	12.51	27.82	27.43
总资本化比率	0.00	0.00	18.37	17.81

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司继续保持较好的获现能力；由于债务规模大幅增长，各项偿债指标较 2018 年明显弱化，但仍处于较好水平

跟踪期内，销售收入增加使得公司获现能力有所增强。2019 年由于公司加大了资本支出力度，加之部分理财尚未到期，投资活动现金流流出规模有所加大；2019 年公司完成可转债的发行，当年筹资活动现金流转为净流入态势。

跟踪期内，尽管公司盈利及获现水平均有所提升，但由于债务规模大幅增长，公司偿债指标均较 2018 年明显弱化，但仍处于较好水平。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	6.53	8.03	8.88	1.97
投资活动净现金流	-3.18	-3.62	-16.90	-1.03
筹资活动净现金流	5.83	-3.77	4.56	-0.01
经营活动净现金流/短期债务	--	--	--	--
经营活动净现金流/总债务	--	--	1.05	0.92*
经营活动净现金流/利息支出	565.53	--	62.40	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	--	--	49.44	--
EBITDA 利息保障倍数	687.12	--	73.86	--
总债务/EBITDA	0.00	0.00	0.80	--
EBITDA/短期债务	--	--	--	--

注：带“*”数据为经年化数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

⁵ 公司其他非流动资产主要为预付设备款和工程款。

公司是 A 股上市公司，融资渠道畅通

公司作为上市公司，直接融资渠道通畅，2019 年公司成功发行可转债。此外，截至 2020 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 11 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 10.5 亿元。

资产抵质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司无受限资产。股权质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司控股股东及实际控制人吴学群、吴志刚、吴学亮等五位一致行动人共质押公司股票 6,729 万股，占所持公司股份的 15.06%。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保事项。

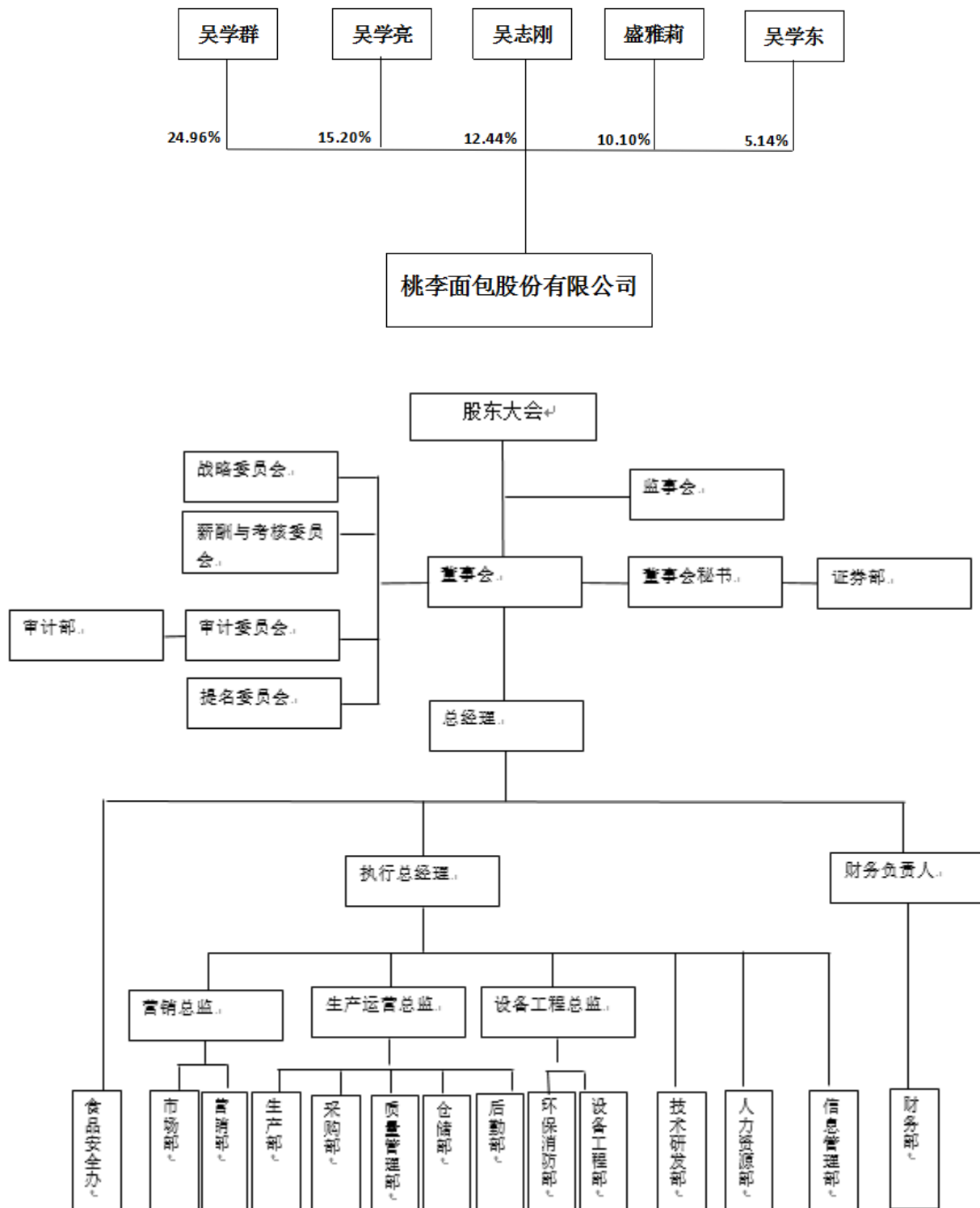
未决诉讼方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的数据，近年来公司未发生债务违约情况。截至 2020 年 3 月末，公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款及其他债务融资工具。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持桃李面包股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“桃李转债”的信用等级为 **AA**。

附一：桃李面包股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：桃李面包股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	135,973.28	142,424.18	107,763.87	117,096.88
应收账款净额	33,249.73	42,937.99	49,273.26	53,834.55
其他应收款	1,093.45	2,307.47	2,524.03	2,549.87
存货净额	9,804.28	10,977.32	13,085.16	13,827.62
长期投资	--	--	--	--
固定资产	110,425.53	127,688.89	154,454.21	169,913.50
在建工程	15,979.27	14,009.40	27,388.56	19,595.65
无形资产	23,741.49	27,598.53	34,392.19	34,817.29
总资产	352,643.75	391,054.43	518,604.34	542,594.85
其他应付款	3,731.76	4,331.16	5,220.05	5,942.72
短期债务	--	--	--	--
长期债务	--	--	84,225.92	85,336.63
总债务	--	--	84,225.92	85,336.63
净债务	-135,973.28	-142,424.18	-23,537.95	-31,760.26
总负债	37,066.08	48,911.80	144,289.31	148,837.83
费用化利息支出	115.49	--	1,422.90	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	315,577.67	342,142.63	374,315.03	393,757.02
营业总收入	407,970.99	483,322.76	564,370.98	132,268.34
经营性业务利润	65,953.45	80,799.92	84,380.35	23,916.19
投资收益	-206.74	3,046.34	2,375.31	1,066.37
净利润	51,328.09	64,215.04	68,335.84	19,440.97
EBIT	65,939.37	82,444.42	88,791.26	--
EBITDA	79,357.78	97,170.07	105,097.97	--
经营活动产生现金净流量	65,314.72	80,321.99	88,783.41	19,693.80
投资活动产生现金净流量	-31,785.13	-36,166.00	-169,017.56	-10,310.78
筹资活动产生现金净流量	58,327.68	-37,705.08	45,573.83	-50.00
资本支出	39,667.37	39,586.09	89,314.66	14,077.19
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	37.70	39.68	39.57	43.20
期间费用率(%)	20.45	22.40	23.78	24.39
EBITDA 利润率(%)	19.45	20.10	18.62	--
总资产收益率(%)	22.38	22.17	19.52	--
净资产收益率(%)	19.69	19.53	19.08	20.25*
流动比率(X)	5.23	4.18	4.37	4.34
速动比率(X)	4.95	3.96	4.16	4.12
存货周转率(X)	28.01	28.06	28.35	22.33*
应收账款周转率(X)	13.31	12.69	12.24	10.26*
资产负债率(%)	10.51	12.51	27.82	27.43
总资本化比率(%)	--	--	18.37	17.81
短期债务/总债务(%)	--	--	0.00	0.00
经营活动净现金流/总债务(X)	--	--	1.05	0.92*
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	--	--	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	565.53	--	62.40	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	--	--	49.44	92.31*
总债务/EBITDA(X)	--	--	0.80	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	687.12	--	73.86	--
EBIT 利息保障倍数(X)	570.94	--	62.40	--

注：公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2020年一季报未经审计；所有者权益含少数股东权益；各期财务数据均为财务报告期末数据；由于缺乏数据，未计算2020年1~3月部分指标；带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。