

2021 年 07 月 29 日

供需共振 行业乘风起势 空间广阔

看好

——烘焙产业链全景深度报告

相关研究

"白酒坚守龙头 食品静待改善-食品饮料行业周报 20210719-20210723"
2021 年 7 月 24 日
"板块持仓环比小幅下降 依然超配-食品饮料 2021 年二季度基金持仓分析"
2021 年 7 月 22 日

证券分析师

王铄 A0230520060001
wangshuo@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

王铄
(8621)23297818×转
wangshuo@swsresearch.com

本期投资提示：

- **烘焙行业总体市场容量大，但难集中，百花齐放将为常态。**以下游口径计算，2020 年烘焙行业终端规模达 2358 亿，是市场容量和未来潜力较大的细分食品子领域之一，但是由于各环节所处的竞争维度、定位的消费场景有所差异，总体格局十分分散。现阶段，行业参与者以包装类/散称类、短保/长保、烘焙房/商超/电商等各类模式参与竞争，目标人群及消费场景的不同，带来各环节在竞争要素、商业模式、市场空间的差异，各环节的竞争、渗透、缓慢替代、长期兼容或为长远趋势。现阶段行业结构来看，规模上包装：非包装约为 3：7，格局来看，行业份额前二的达利、桃李均为包装烘焙类传统企业，CR3 占 8.7%，具体细分上，短保的竞争格局更加集中，龙头桃李预计占比达 40-50%，主要品牌份额集中；长保类主要参与者包括达利、盼盼、好丽友等，CR3 预计为 31%；非包装类（可理解为现烤现制的散称模式）占据了行业规模的半壁江山，但品牌端呈现百花齐放，格局或难集中。
- **中短期来，冷冻面团环节有望迎来爆发式增长阶段，建议关注产业当下投资机会。**对比同行来看，我们认为立高食品在产能建设、单品运营思路、渠道网络布局、团队竞争力上均领先于同行，具备先发优势。上市后公司资金实力进一步提升，且产能规划快于南侨或其他非上市的区域型竞品公司。相较于一般大众食品，冷冻面团行业准入门槛较高，行业属性决定了企业具备做大做强潜力。参考海外成熟市场的发展路径，同样有深耕冷冻烘焙半成品领域，并走出大体量公司的案例。由于产能和渠道网络的布局需要一定的建设时间，预计立高整体可享受 3 年左右的时间窗口期。上市企业中对标来看，立高、南侨二者定位差异非常大，立高的竞争策略是优先做大规模、保持稳定的盈利能力，获取下游客户美誉度并挤压竞争对手生存空间；而南侨倾向于丹麦类/起酥类的高毛利产品的布局，定位中高端，以丰富的产品矩阵获取更高的产品溢价并强化客户粘性。二者竞争维度本质上重合度并不高。烘焙品行业整体的 sku 众多，因此仅部分长尾单品的工业化生产即可为 B 端冷冻面团公司释放较大市场空间。
- **中长期来看，短保包装面包环节的投资机会依然方兴未艾，是可展望能实现长期稳健复合增长的环节之一。**建议关注桃李面包，把握中长期左侧布局时点。短期来看，由于疫情后大众消费品的需求复苏较为缓慢，叠加桃李面包 20 年的高利润基数压力，建议理性放低全年预期，但随着需求复苏，叠加新产能的陆续释放带来新市场的拓展空间，公司有望逐步恢复至稳健增长态势。短保品牌全国化难度大，龙头优势一旦形成难以复制。桃李在全国工厂布局、供应链效率与渠道方面已建立领先优势，行业具备显著马太效应。先发优势下，桃李率先跑通从前端工厂到后端销售的正循环，盈利能力远好于竞品，且达利的入局及其表现已验证行业具备显著护城河。
- **烘焙上游原料业务偏同质化竞争，格局较难集中。**烘焙产业下游持续高景气推动上游原料市场规模稳步增长。上游原料主要包括面粉、糖类、鸡蛋等大宗原料，以及奶油、酱料、酵母、烘焙油脂等烘焙食品原料，其中奶油和烘焙油脂消费均以国产中低端产品为主、进口产品为辅，规模化企业和中小企业并存，行业竞争格局仍较为分散。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，食品安全问题



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

烘焙产业链千亿级规模，各环节均有投资机会，但不同环节所处阶段及竞争要素各有不同，总体仍在扩容之中。中短期来看，冷冻面团环节有望迎来爆发式增长阶段，建议关注产业当下投资机会，关注立高食品。中长期来看，短保包装面包环节的投资机会依然方兴未艾，是可展望能实现长期稳健复合增长的环节之一，建议关注桃李面包，把握中长期左侧布局时点。

原因及逻辑

本文旨在立足烘焙全产业链，深度分析下游各业态近年的模式变革，以冷冻面团代表的中游环节崛起的产业催化逻辑，及上游原料的参与者情况，寻找不同阶段的优秀公司及产业投资机会。1) 中游环节冷冻面团将为全产业链未来 3-5 年增速最快的环节，疫情催化冷冻面团快速爆发，行业由导入期迈入成长期，现阶段为产能驱动型的增长，行业供给端（龙头借助资本产能扩张+产品驱动+渠道拓展）及需求端（单店盈利模式提升诉求强、商超加码烘焙区）共同驱动下，行业出厂规模有望从目前 50 亿左右提升至中期 170 亿，5 年复合增速预计 30%+。2) 下游环节来看，伴随中游环节的产品创新及自身的经营优化，以沃尔玛/山姆为代表的头部 KA 的店内烘焙区异军突起，疫情后表现呈爆发式增长。而主流饼店模式各品牌间表现分化，传统品牌盈利模型承压，饼店模式总量平稳，但仍呈结构性调整之中。以桃李为代表的短保包装类面包成长逻辑依然清晰，产品拥有高性价比及便捷性的突出优势，消费场景及可覆盖的终端网络更为广阔，且短保类渠道模式特殊，直营更为适合，渠道壁垒一旦建立较难颠覆，中期仍是稳健的细分子赛道。而长保类将持续受到份额萎缩压力，烘焙店商业模式较差，二者投资属性略弱。3) 上游环节方面，原料业务在竞争上更加同质化及激烈，内核比拼的是企业对成本的控制能力及原料优势，中期格局或较难集中。

有别于大众的认识

市场对烘焙食品这一细分赛道给予高景气的预期，持续关注以桃李面包为代表的短保面包投资机会，随着立高食品、南侨食品、海融科技三家烘焙中上游公司于今年陆续上市，市场再次对烘焙产业给予较高的关注度，但对产业链各环节的投资机会、竞争要素、未来演绎路径尚无系统性的分析讨论。我们本篇报告立足产业链全局视角，从烘焙下游近年的业态变化、各模式优劣及远期展望，到中游环节冷冻面团快速爆发的产业背景及投资机会，以及上游烘焙原料业务的市场现状和格局进行了深入讨论，希望为投资者带来更全面的、系统性的思考，立足全产业链各环节的中期演绎路径之下，更充分的把握不同阶段的投资机会。

目录

1. 烘焙产业链全景概况	7
2. 烘焙下游各环节将如何渗透和演绎?	8
2.1 行业端: 超 2000 亿级容量, 百花齐放或为长期趋势	8
2.2 金字塔顶端: 主流渠道烘焙饼店的风口与痛点	10
2.3 金字塔中部: 商超烘焙区的异军突起	13
2.4 金字塔腰部: 如何看短保包装面包的投资机会	14
2.5 金字塔底部: 长保面包日渐式微	17
2.6 未来业态结构将如何演绎?	17
3. 烘焙中游: 冷冻面团迎来供给需求共振, 如何看待参与者的竞争力?	18
3.1 行业快速爆发, 疫情成为加速器	18
3.2 冷冻面团远期空间几何	22
3.3 冷冻面团行业的竞争要素	24
3.3.1 行业仍为初级竞争阶段, 立高占据早期优势	24
3.3.2 跑马圈地期, 大单品及产能布局为目前比拼首要因素	24
3.3.3 研发硬实力及终端服务软实力不可或缺, 是企业中长期护城河 ..	26
3.3.4 拥有高效且执行力强、激励充分的团队为必要条件	27
4. 烘焙上游: 原料业务偏同质化竞争, 格局较难集中	28
4.1 奶油业务: 低端植脂类竞争激烈, 行业缓慢升级	29
4.2 烘焙油脂业务: 市场价格易受大宗原料油影响, 企业盈利波动较大	31
5. 关键结论与投资建议	34
6. 风险提示	35

图表目录

图 1 烘焙全产业链示意图	7
图 2：烘焙行业规模及增速.....	8
图 3：烘焙食品增速量价拆分	8
图 4：人均烘焙食品消费量对比 (kg/人/年)	9
图 5：人均烘焙食品消费金额对比 (美元/人/年)	9
图 6：烘焙各业态竞争与替代关系及模式对比	10
图 7：2020 年各国家烘焙店渠道占比	11
图 8：中国烘焙面包门店数量变化 (万家)	11
图 9：克莉丝汀营收及增速.....	12
图 10：克莉丝汀门店数 (家)	12
图 11：克莉丝汀毛利率及销售费率	12
图 12：克莉丝汀租金费率及人工费率.....	12
图 13：面包新语营收及利润表现.....	12
图 14：面包新语盈利能力同样较弱	12
图 15：立高商超渠道及沃尔玛收入	14
图 16：山姆会员店麻薯面包成为网红产品	14
图 17：2020 年各国家包装类烘焙食品占比	15
图 18：我国包装食品市场规模及占比变化.....	15
图 19：2020 年桃李面包分区域收入结构.....	15
图 20：桃李面包分区域增速.....	15
图 21：桃李实现了从前端到后端实现正向循环.....	16
图 22：桃李面包——东北、西南等强势市场盈利优于整体	16
图 23：桃李面包——生意模式对物流配送环节的高要求构建了壁垒	16
图 24：长保烘焙品牌份额趋于下滑	17
图 25：前 5 大长保品牌零售额 (亿元)	17
图 26：中国冷冻面团产业分布图 (颜色越深代表使用率、渗透率越高)	19
图 27：瑞士 Arysza 营业收入及利润情况	19
图 28：瑞士 Arysza 毛利率及净利率	19

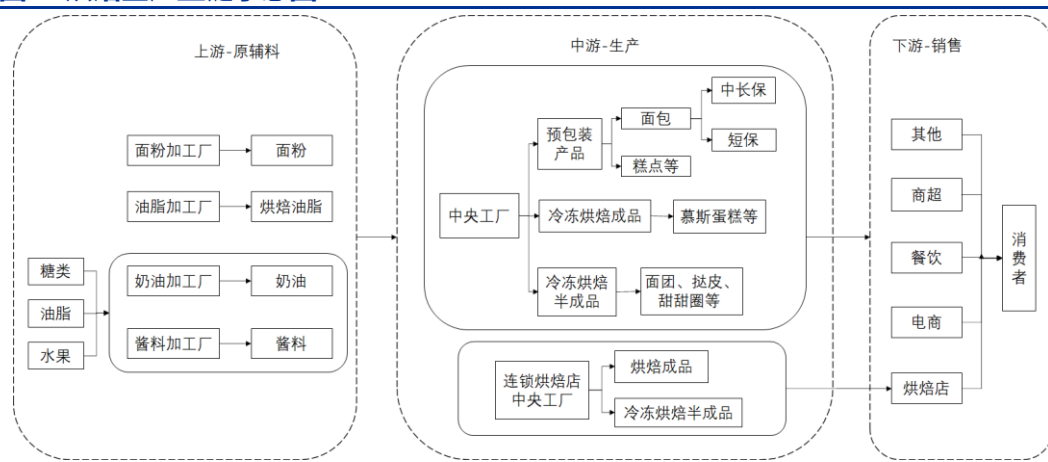
图 29: Arysza 分渠道收入占比 (2020 财年)	20
图 30: General Mills 冷冻面团业务收入 (亿美元)	20
图 31: 烘焙上游三家公司研发费用率在 3-4%, 远高于一般食品企业.....	21
图 32: 短保、冷链类食品运费率普遍较高.....	22
图 33: 中国市场冷冻面团产量比例 (2018 年)	23
图 34: Arysza 分产品收入占比 (2020 财年)	23
图 35: 立高、南侨、高贝、鑫万来产品矩阵对比	25
图 36: 核心单品+新品突破驱动增长 (左轴收入单位: 万元)	26
图 37: 产品技术难度带来更高的产品毛利率	26
图 38: 三家烘焙中上游上市企业员工结构 (人, 2020 年)	27
图 39: 三家烘焙中上游上市企业员工年龄构成.....	27
图 40: 我国奶油进口数量及单价.....	30
图 41: 含乳脂/不含乳脂植脂奶油毛利率对比.....	30
图 42: 黄油进口数量及单价.....	32
图 43: 南侨油脂原料成本波动幅度高于产品价格	33
图 44: 原料价格指数与南侨烘焙油脂毛利率变化	33
表 1: 烘焙产业链 A 股上市公司成长性及盈利能力财务指标对比	8
表 2: 烘焙下游各环节空间测算及格局展望	9
表 3: 各食品连锁模式门店情况对比.....	11
表 4: 山姆会员店与传统饼屋产品价格对比——山姆性价比优势极其突出.....	13
表 5: 短保面包主要竞品对比, 桃李优势显著	14
表 6: 冷冻面团技术与下游饼店经营痛点高度契合	18
表 7: 冷冻面团的技术路径及应用范围	21
表 8: 冷冻面团规模预测及远期空间测算.....	23
表 9: 冷冻烘焙食品行业主要参与者一览.....	24
表 10: 立高食品、南侨食品产能及规划	25
表 11: 龙头速冻食品公司实现全国化工厂布局.....	26
表 12: 三家烘焙中上游公司销售人员对比 (2020 年)	27
表 13: 立高食品核心高管薪酬情况 (截至 2020 年)	27

表 14: 南侨食品核心高管薪酬情况 (截至 2020 年)	28
表 15: 海融科技核心高管薪酬情况 (截至 2020 年)	28
表 16: 烘焙中上游企业原料业务收入及增速	29
表 17: 各种奶油产品特点	29
表 18: 奶油市场规模测算 (单位: 亿元)	31
表 19: 烘焙油脂企业主要产品及产能.....	32
表 20: 各类烘焙食品油脂成本占比计算	33
表 21: 烘焙油脂市场规模测算 (单位: 亿元)	33
表 22: 烘焙产业链各环节投资机会总结	34
表 23: 烘焙产业链各环节投资机会总结 (续表)	34
表 24: 行业重点公司估值表.....	36

1. 烘焙产业链全景概况

烘焙产业链千亿级规模，各环节均有投资机会，但不同环节所处阶段及竞争要素各有不同，总体仍在扩容之中。本文旨在立足烘焙全产业链，深度分析下游各业态近年的模式变革，以冷冻面团代表的中游环节崛起的产业催化逻辑，及上游原料的参与者情况。全文核心结论如下：1) **上游环节**：原料业务在竞争上更加同质化及激烈，内核比拼的是企业对成本的控制能力及原料优势；2) **中游环节**：冷冻面团将为全产业链未来 3-5 年增速最快的环节，疫情催化冷冻面团快速爆发，行业由导入期迈入成长期，现阶段为产能驱动型的增长，行业供给端（龙头借助资本产能扩张+产品驱动+渠道拓展）及需求端（单店盈利模式提升诉求强、商超加码烘焙区）共同驱动下，行业出厂规模有望从目前 50 亿左右提升至中期 170 亿，5 年复合增速预计 30%+。3) **下游环节**：伴随中游环节的产品创新及自身的经营优化，以沃尔玛/山姆为代表的头部 KA 的店内烘焙区异军突起，疫情后表现呈爆发式增长。而主流饼店模式各品牌间表现分化，传统品牌盈利模型承压，饼店模式总量平稳，但仍呈结构性调整之中。以桃李为代表的短保包装类面包成长逻辑依然清晰，产品拥有高性价比及便捷性的突出优势，消费场景及可覆盖的终端网络更为广阔，且短保类渠道模式特殊，直营更为适合，渠道壁垒一旦建立较难颠覆，中期仍是稳健的细分子赛道。而长保类将持续受到份额萎缩压力，烘焙店商业模式较差，二者投资属性略弱。

图 1 烘焙全产业链示意图



资料来源：申万宏源研究

盈利能力上各环节接近，中游环节冷冻面团的成长性及 ROE 更胜一筹。过去三年收入及业绩成长性来看，中游（冷冻面团）>下游（短保面包）>上游（油脂、奶油），立高充分受益于冷冻面团快速渗透的行业红利，收入高增长的同时盈利显著优化；桃李收入增速表现平稳，盈利能力略有提升；南侨、海融两家更侧重原料业务的公司收入成长性基本和下游烘焙店的增长大致相当，盈利同样略有提升。盈利具体拆解来看，尽管四家企业所处环节不同，但净利率水平均在 13-15% 上下，ROE 来看，立高以高于其他环节的资产周转率实现了 ROE 的领先。

表 1：烘焙产业链 A 股上市公司成长性及盈利能力财务指标对比

指标	收入 (亿元)	利润 (亿元)	收入 CAGR	利润 CAGR	毛利率	净利率	ROE (加权)
时期	20 年	20 年	17-20 年	17-20 年	18 年	19 年	20 年
桃李面包	59.6	8.8	13%	20%	40%	40%	42%
立高食品	18.1	2.3	24%	74%	38%	41%	38%
南侨食品	23.2	3.3	3%	14%	35%	39%	39%
海融科技	5.7	0.9	7%	8%	51%	52%	53%

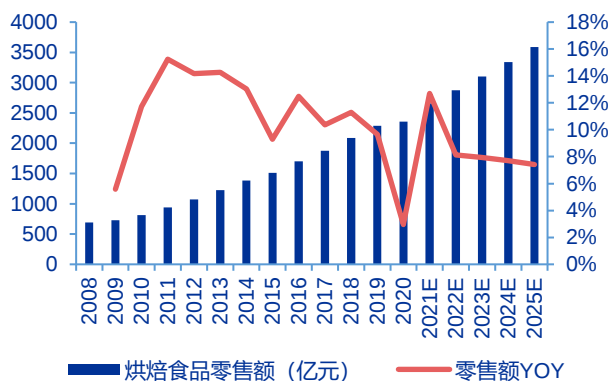
资料来源：Wind，申万宏源研究（注：立高食品 2018 年净利率显著低于其他年份主因当年公司对员工实施股权激励，计提相关股份支付费用 3665 万元，剔除该部分影响，18 年还原后净利率为 7%）

2. 烘焙下游各环节将如何渗透和演绎？

2.1 行业端：超 2000 亿级容量，百花齐放或为长期趋势

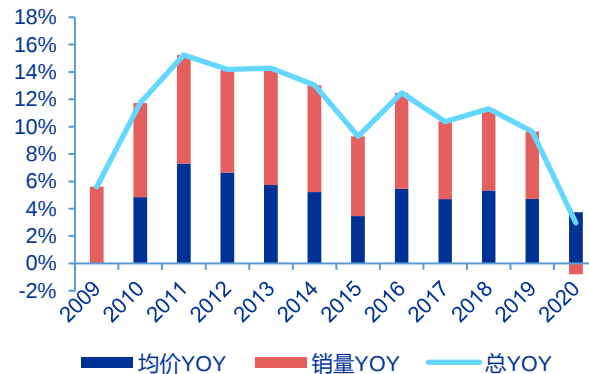
烘焙渗透率提升叠加结构升级，量价共同驱动行业增长，远期 4-6 倍扩容空间。行业远期空间由面包主食化率及消费力决定，我国目前的烘焙量、价均远低于海外。根据 Euromonitor，我国烘焙行业市场规模从 2010 年的 814 亿增长至 2020 年的 2358 亿，复合年均增速为 10.2%，我国烘焙行业仍处于高景气度成长阶段，预计未来五年行业依然保持高个位数增速水平。量价拆分来看，2020 年我国人均烘焙消费量为 7.7kg，而以烘焙食品为主食的西方国家是中国的 5-10 倍；对比饮食习惯相似的日本、新加坡等亚洲国家，我国人均烘焙消费量也存在 2-3 倍提升空间。从金额看，我国烘焙食品人均消费金额与发达国家的差距更加巨大，预计主因低单价的烘焙产品仍然占据了我国较大的消费份额，随着消费升级及产品结构的优化升级，行业单价中枢有望持续逐年稳步上移。我们预计未来 10 年行业有望持续中高个位数增长，预计 2030 年烘焙行业规模达 4487 亿元。

图 2：烘焙行业规模及增速



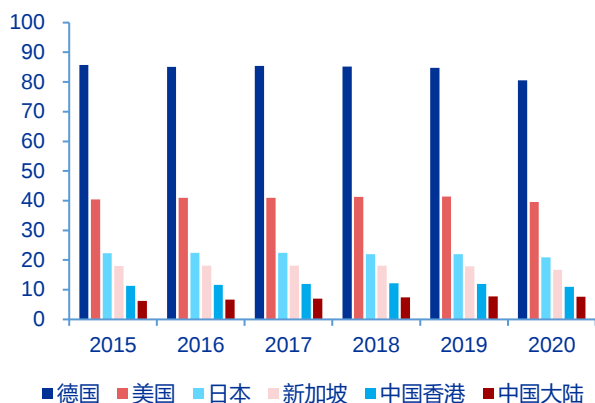
资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 3：烘焙食品增速量价拆分



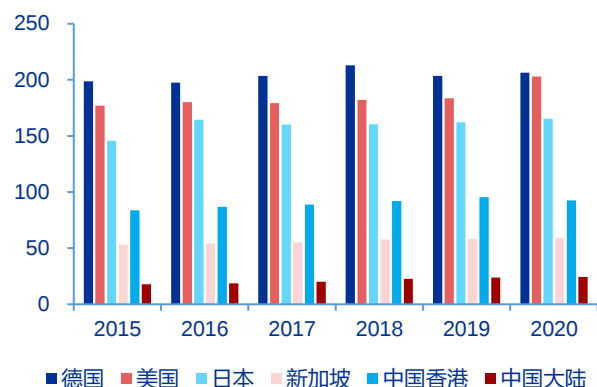
资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 4：人均烘焙食品消费量对比 (kg/人/年)



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 5：人均烘焙食品消费金额对比 (美元/人/年)



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

烘焙行业总体市场容量大，但难集中，百花齐放将为常态。以下游口径计算，2020年烘焙行业终端规模达 2358 亿，是市场容量和未来潜力较大的细分食品子领域之一，但是由于各环节所处的竞争维度、定位的消费场景有所差异，总体格局十分分散。现阶段，行业参与者以包装类/非包装类、短保模式/长保模式、蛋糕品类/糕点品类/面包品类、烘焙房/商超/电商等各类模式参与竞争，目标人群及消费场景的不同，带来各环节在竞争要素、商业模式、市场空间的差异，各环节的竞争、渗透、缓慢替代、长期兼容或为长远趋势。现阶段行业结构来看，规模上包装：非包装约为 3：7，格局来看，行业份额前二的达利、桃李均为包装烘焙类传统企业，CR3 占 8.7%，具体细分上，短保的竞争格局更加集中，龙头桃李预计占比达 40-50%，主要品牌份额集中；长保类主要参与者包括达利、盼盼、好丽友等，CR3 预计为 31%；非包装类（可理解为现烤现制的散称模式）占据了行业规模的半壁江山，但品牌端呈现百花齐放，格局或难集中。

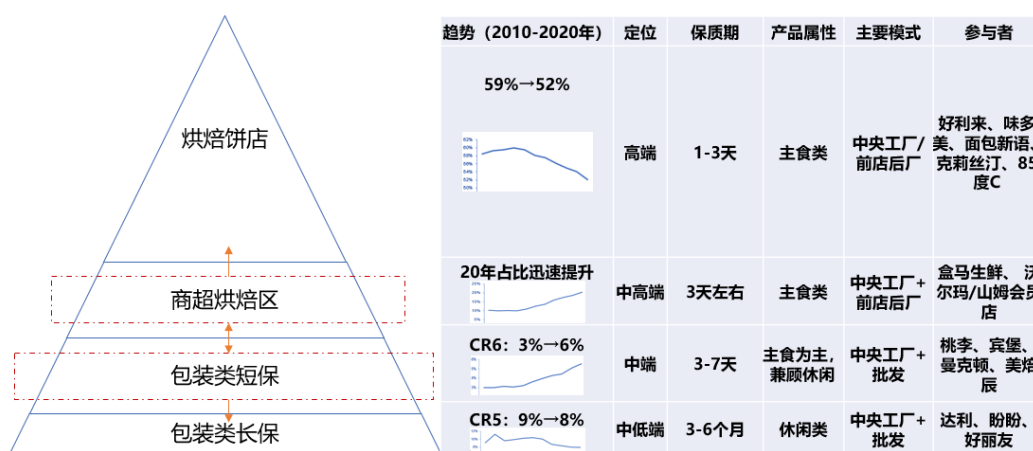
表 2：烘焙下游各环节空间测算及格局展望

单位：亿元	2020A	2025E	20-25 年 CAGR	2030E	25-30 年 CAGR	格局及展望
烘焙市场规模	2358	3310	7%	4487	6%	整体分散，达利 3.6%，桃李 3.5%，CR3 占 8.7%
包装类合计	650	852	6%	1056	4%	
包装短保	163	286	12%	461	10%	桃李预计 40-50%，曼可顿+宾堡 12%，美焙辰 10%，CR3 占 70%，趋于集中
包装中长保	488	565	3%	594	1%	达利 17%，盼盼 8%，好丽友 6%，长保份额下降，中保以电商、中岛模式放量，壁垒较低，参与者增加，格局分散
非包装类合计	1708	2459	8%	3431	7%	
烘焙房	1229	1495	4%	1733	3%	烘焙饼店占比高，但受制于租金、人力、原材料成本压力，盈利能力下滑，叠加新式茶饮等入局，收入端同样面临分流压力，行业分化大，饼店数总体未见上升趋势，预计 CR3 不足 5%
其他非包装	479	963	15%	1698	12%	疫情后沃尔玛/山姆会员店、盒马等头部商超加大烘焙区经营力度，供给端上，冷冻面团企业产能、技术、产品的工业化突破，带动渗透率提升

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究；注：包装短保及中长保的市场空间及格局为测算值。

中腰部价格段性价比优势突出，份额扩容趋势明确。处于价格金字塔顶端的为现烤现制的烘焙店模式，份额占比过半，过去 10 年来看，尽管饼店模式规模总量上仍呈现扩容趋势，但其结构占比波动中有所下滑。明确领跑于行业整体增速，持续扩容的环节是商超烘焙区、包装短保类，二者处于烘焙价格带的中部及腰部，且具有口感、性价比、便捷性的产品优势。以消费升级及性价比的双重视角看竞争关系，短保包装类向下明显替代长保类份额，同时向上缓慢挤压，商超烘焙区则可实现双向挤压增长。行业的终局格局将由性价比、口味、便捷性、烘焙的渗透率及主食化程度决定，我们认为长期趋势上，长保类仍将明确萎缩；短保、商超烘焙区明确扩容，但二者之间也有竞争关系，并互为补充；烘焙饼店的份额或将在行业竞争及洗牌中有所下降。

图 6：烘焙各业态竞争与替代关系及模式对比

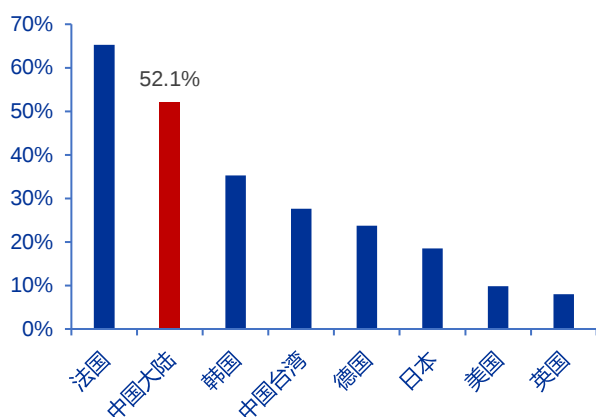


资料来源：Euromonitor，申万宏源研究；注：表格中第一列（趋势）占比值以该模式销售额/烘焙下游总规模计算

2.2 金字塔顶端：主流渠道烘焙饼店的风口与痛点

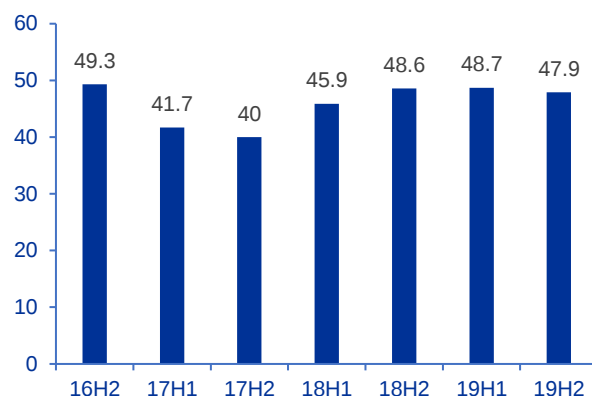
饼店模式长期以来占据了我国烘焙行业的半壁江山，是行业增长的基本盘。结构上看，我国的饼店结构占比仅次于法国，远远高于亚洲邻国/英美德。根据美团餐饮行业数据，20 年我国存量烘焙门店数约 35.5 万家，其中，新开店数约 7.9 万家，关店门店数约 12.4 万家。2017-2019 年，烘焙饼店的门店数经历了从下滑回升到稳定的过程，20 年受疫情冲击，行业再次迎来了一波关店潮。横向对比于其他食品连锁品类，茶饮、卤味品类的龙头品牌全国门店数均超过万余家，而烘焙连锁头部品牌仅 1000 余家门店，以区域型经营为主，其背后原因在于烘焙连锁模式更难实现全国化扩张，采用直营模式则扩张缓慢，采用加盟模式又难进行跨区域管理。

图 7：2020 年各国家/地区的烘焙店渠道占比



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 8：中国烘焙面包门店数量变化（万家）



资料来源：美团点评，申万宏源研究

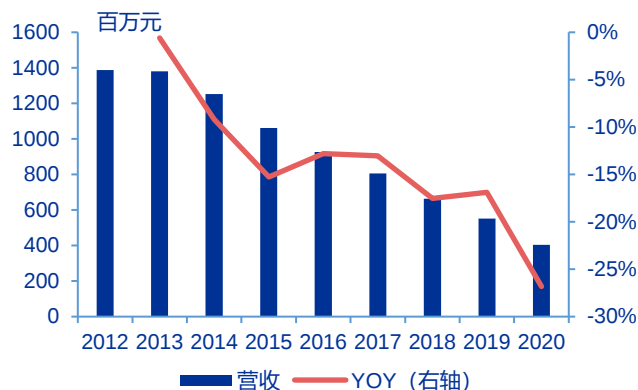
表 3：各食品连锁模式门店情况对比

品类	全国门店总数（家）	头部品牌门店数
烘焙	355,000	米兰西饼、南洋大师傅、好利来均在 1000-1200 家；85 度 C 约 630 家，巴黎贝甜、面包新语、克莉丝汀均在 300-350 家左右。
茶饮	480,000	蜜雪冰城超 1.3 万家，书亦烧仙草超 6000 家，古茗、Coco、益禾堂均超 4000 家。
卤味鸭脖	100,000	绝味超 1.2 万家，煌上煌超 4600 家，周黑鸭超 1700 家。

资料来源：公司公告，窄门餐眼，2020 新式茶饮白皮书，申万宏源研究

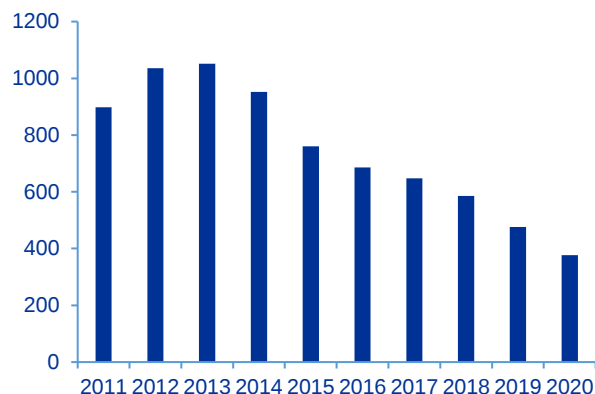
烘焙门店模式是否是好的商业模式？可能不是！首先，下游这几年经历品牌间的严重分化，传统饼店面临了收入端、盈利端的双重承压。从产品属性本质上，烘焙单品的生命周期偏短，且模仿壁垒偏低，而消费者会追求变化和跟风购买。从营收端来看，近几年网红品牌层出，其他业态如新式茶饮、咖啡店也开始多品类经营，在烘焙市场中分得一杯羹，商超烘焙区（如盒马、山姆等）同样进行迭代，混业经营带来了业内竞争加剧，传统饼店模式的人流因此被分流及蚕食。从盈利端来看，随着租金、人工、原材料等成本均不断高企，开店近几年更加艰难，导致单店模式恶化，被迫闭店。而从本质上来看，烘焙连锁难以像其他食品连锁，通过加盟连锁的方式跑马圈地快速全国化门店扩张的深层原因在于，烘焙的生产工艺更加复杂，涉及配料、辅料品类繁多，制作时间长，储存时间短，运输容易坏，导致供应链无法实现闭环；在操作环节中，人工配方工序多变，依赖高级面点师傅（薪资高、稀缺性），人才层面供需错配；加盟管理不善则导致食品安全问题，行业曾出现类似案例导致严重损伤品牌形象。

图 9：克莉丝汀营收及增速



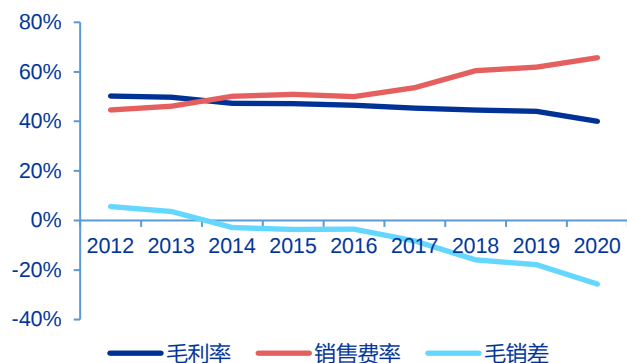
资料来源：克莉丝汀公告，申万宏源研究

图 10：克莉丝汀门店数（家）



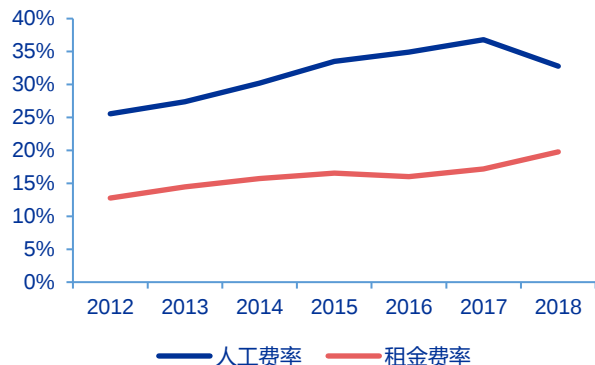
资料来源：克莉丝汀公告，申万宏源研究

图 11：克莉丝汀毛利率及销售费率



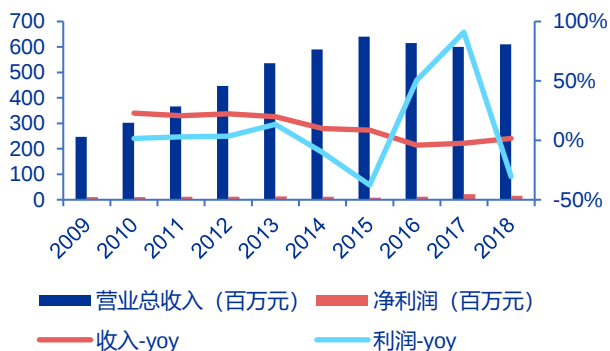
资料来源：克莉丝汀公告，申万宏源研究

图 12：克莉丝汀租金费率及人工费率



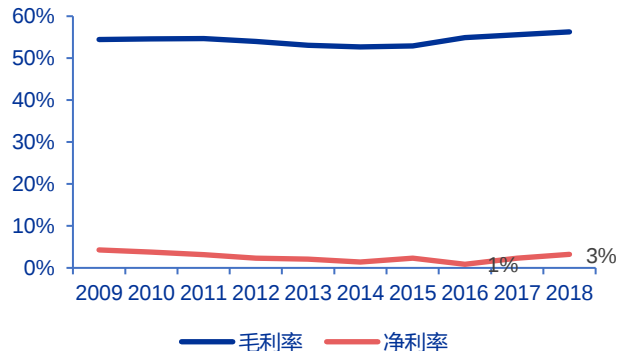
资料来源：克莉丝汀公告，申万宏源研究

图 13：面包新语营收及利润表现



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：20年 Breadtalk 于新加坡交易所退市

图 14：面包新语盈利能力同样较弱



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.3 金字塔中部：商超烘焙区的异军突起

KA 面临人流下滑的经营之痛，自身谋求模式创新。超市卖场同时经营烘焙店中店的业态模式由来已久，起初以引流、丰富品类为目的，但由于并非商超擅长的主业，加之产品上并没有大的突破，过去渠道表现平平，但随着卖场人流的下滑、新零售的兴起，商超自身也在谋求模式创新，现烤面包通过气味营销、试吃引流、产品突破的方式，以沃尔玛及旗下山姆会员店、盒马为代表的头部商超，强化对烘焙区的重视程度及出品品质，实现了爆品的成功打造，消费者良好的反馈及代购热潮带来正反馈效应。

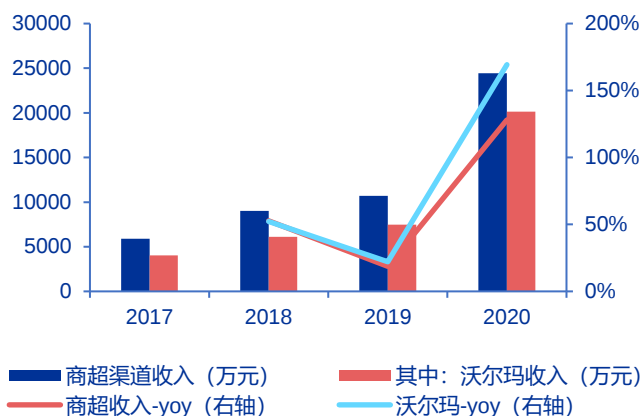
商超烘焙区迅速崛起的本质原因在于供给端革新，为消费者提供了物美价廉的烘焙产品。以山姆会员店（沃尔玛旗下）为代表的优秀渠道商合作中游冷冻面团供给商共同研发推出了极具性价比且口感优质的产品，广受消费者好评，实现引流和复购的同时，消费者自发在社交平台推广、甚至引发代购现象。由于商超烘焙区价格带处于金字塔中层位置，兼具性价比、操作便捷性、新鲜、标准化、稳定性，综合了预包装面包和手工现做的双重优势。但商超渠道对冷冻面团的需求逻辑不同于烘焙饼店，商超自身并不会自建烘焙中央工厂，也没有专业的面点师傅，其现烤产品几乎全部来自冷冻面团的现场再制，因此，不同于自身掌握烘焙技术且自有产能，并专注于烘焙行业的饼店，**冷冻面团在商超渠道的渗透逻辑为供应链整体能力的解决，第三方企业合作卖场共同开发与打造爆品。**商超门店的烘焙区 sku 数量少于烘焙店（10-20 个），以大单品放量模式，要求快速周转，对供应商的诉求更多为实力爆品的开发能力及稳定供应。

表 4：山姆会员店与传统饼屋产品价格对比——山姆性价比优势极其突出

产品	山姆会员店		传统饼屋		价差：山姆/饼屋
	价格	单价（元/个）	价格	单价（元/个）	
瑞士卷	68 元/16 片	4.3	20 元/4 片	5	85%
麻薯面包	39 元/24 个	1.6	16 元/8 个	2	81%
甜甜圈	24 元/12 个	2.0	6 元/个	6	33%
黄油牛角	36.6 元/24 个	1.5	5 元/个	5	31%
老婆饼	27.8 元/15 个	1.9	3 元/个	3	62%
蛋挞	35.8 元/9 个	4.0	4.5 元/个	4.5	88%

资料来源：山姆官网，草根走访，申万宏源研究；注：短保包装类面包与商超烘焙模式的主打产品重合度较低，此处仅对比 KA 及饼屋模式产品价格

图 15：立高商超渠道及沃尔玛收入



资料来源：立高食品公告，申万宏源研究

图 16：山姆会员店麻薯面包成为网红产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.4 金字塔腰部：如何看短保包装面包的投资机会

行业仍有望持续扩容，成长逻辑依然清晰。根据 Euromonitor 对包装面包行业容量的统计，通过主流品牌收入规模及我们对短保、中长保占比推动，测算我国短保包装面包目前市场规模约为 150-200 亿元，行业参与者主要为桃李、达利、宾堡，便利店自有品牌（贴牌），以及区域型小品牌。受疫情影响，短保面包需求端面临疲软，但我们认为，以桃李为代表的短保包装类面包中长期成长逻辑依然清晰，短保面包定位于大众消费群体，产品拥有高性价比及便捷性的突出优势，消费场景及可覆盖的终端网络更为广阔。竞争格局来看，我们预计桃李市占率约为 40-50%，曼可顿+宾堡约 12%，美焙辰约 10%，CR3 达 70%左右，属于烘焙细分领域中，集中度较高的子赛道。

表 5：短保面包主要竞品对比，桃李优势显著

主要竞争者情况	桃李面包	美焙辰	曼可顿+宾堡	嘉顿
20 年收入规模	60 亿	> 10 亿	约 14 亿	2 亿+（短保零售）
优势区域	东北、华北、西南	最大地区不超过 20%，西北西南相对有优势	华北、华东、华南	华南
经营模式	直营：经销≈6：4	经销 90%+	直营 80-90%	直营 80%+
渠道结构	KA：流通=3:7	KA：流通=5:5	KA：流通=4:6	KA：流通：新零售=7:1:2
退货率	6-8%	11-12%	≈8%	< 10%

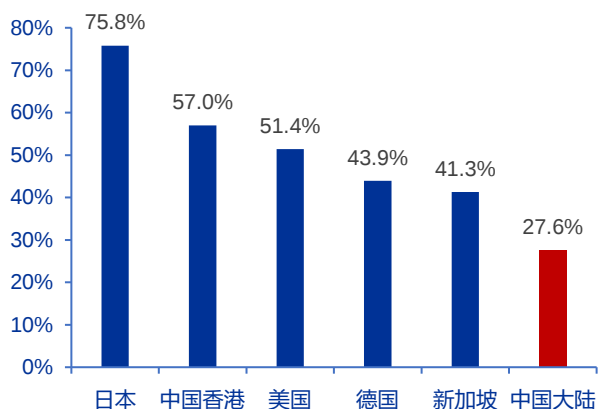
资料来源：公司公告，渠道交流，申万宏源研究

短保包装面包的远期空间和消费者对包装类食品的消费意愿呈显著正相关性，消费习惯的长期培育和演绎至关重要。从消费升级的角度来看，消费者更加追求健康与口感，带来短保对长保的明确替代趋势，但包装类最终的稳态份额是影响短保容量的关键变量。我国短保面包的市场容量尚低的原因在于消费者更倾向于对散称烘焙的消费，横向对比来看，

我国包装类烘焙在整体行业中占 28% 份额，为主要对比国家中最低值，日本的包装面包占比高达 76%，美国也超过 50%，相应也孕育出了山崎面包、宾堡面包的大收入体量的公司。对比来看，2020 年山崎面包实现营业总收入 10147 亿日元，其中，烘焙类业务（吐司、甜面包、西式/日式甜点）合计实现营收 6469 亿日元（约合人民币 380 亿元）；2019 年宾堡集团实现营业收入 2919 亿比索（约合人民币 819 亿元）；而我国的短保龙头桃李面包 2020 年收入为 60 亿元，与海外对标企业相比仍有极大差距，其根源仍在于烘焙消费习惯的培育是更为缓慢的过程，短保包装面包在我国的仍处于早期起步阶段。

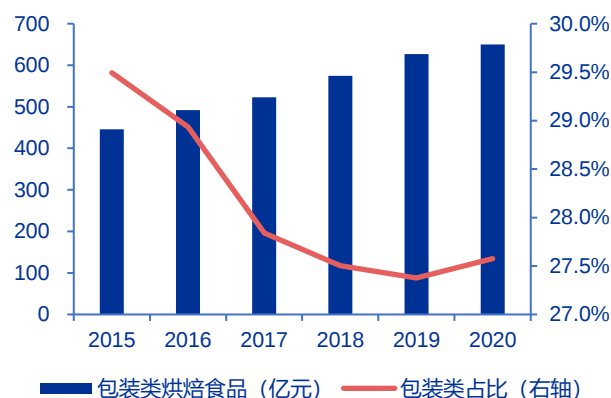
从区域收入结构来看，我国短保包装面包的消费在北方相对成熟，桃李在东北、华北区域的收入占比近 60%，而华南、华中等新兴市场仍处于市场早期教育阶段，占比尚低。我们认为，其背后也反应了北方由于地理环境、经济水平等因素，烘焙饼店的门店业态相对欠发达，由此带来了短保面包的消费习惯培育更易实现，而南方连锁业态相对繁荣，烘焙饼店品牌众多，因此短保由北向南的渗透相对缓慢，但长远来看，单店模型相对较差的饼店品牌份额出清，也将一定程度为短保包装类面包腾出部分市场空间，叠加头部企业自身的渠道细作及消费者培育，长期增量空间仍然巨大。

图 17：2020 年各国家/地区包装类烘焙食品占比



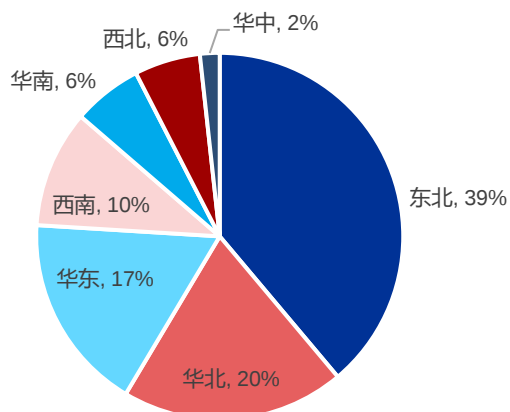
资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 18：我国包装食品市场规模及占比变化



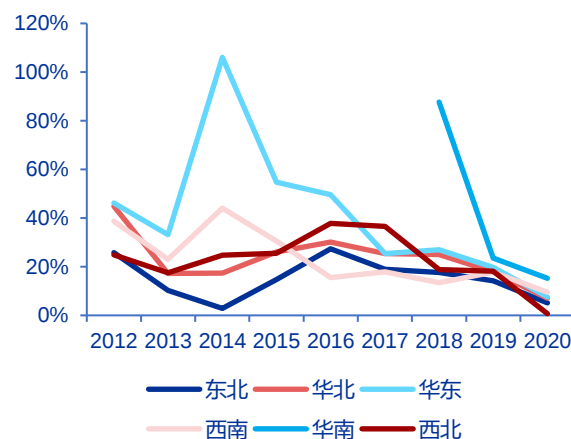
资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 19：2020 年桃李面包分区域收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

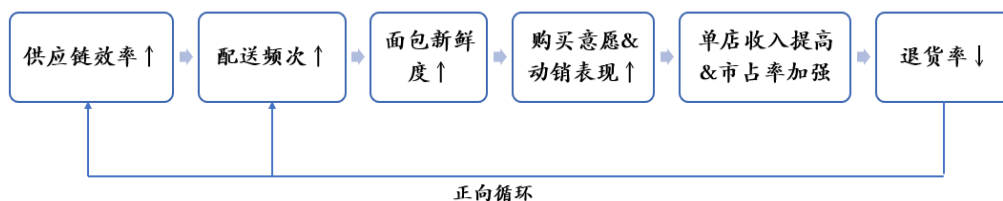
图 20：桃李面包分区域增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

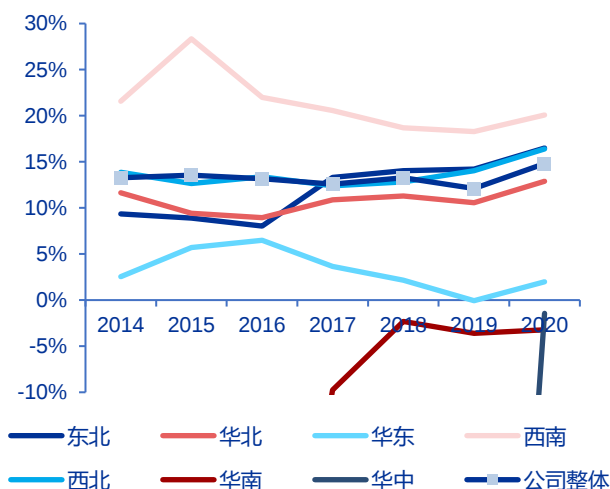
短保生意模式相对艰辛，但壁垒一旦建立较难颠覆，龙头具备马太效应。由于短保面包保质期仅为 5-7 天，渠道运营需要高频操作，和长保休闲食品相比具有一定特殊性，对终端维护、物流配送、退货处理等方面提出了很高的要求。因此，短保品牌全国化难度大，龙头优势一旦形成难以复制。行业参与者较少，且集中度较高也侧面印证了短保自身的壁垒。**我们认为，桃李在全国工厂布局、供应链效率与渠道方面已建立领先优势，行业具备显著马太效应。**先发优势下，桃李率先跑通从前端工厂到后端销售的正循环，盈利能力远好于竞品。达利的入局及其表现已验证行业具备显著护城河。直营模式与短保的商业模式更为契合，渠道壁垒一旦建立较难颠覆，中期仍是稳健的细分子赛道。客观来讲，随着电商、新零售、社区团购的兴起，渠道结构的变革也对参与者带来了新的机遇与挑战，由于短保面包的新鲜度特性，叠加主食刚需化且高频的消费属性，消费者的线下稳定购买渠道的仍具有不可或缺性。目前桃李、宾堡、美焙辰等短保头部品牌在社区团购的投入力度尚小，社团渠道现阶段参与者更多以保质期 15-30 天的白牌中保产品切入，从影响角度来看，类似于 2-3 年前电商中保产品对短保的冲击，分流了对品质要求低，价格敏感度高的人群，稀释了部分休闲属性的短保产品份额。

图 21：桃李实现了从前端到后端实现正向循环



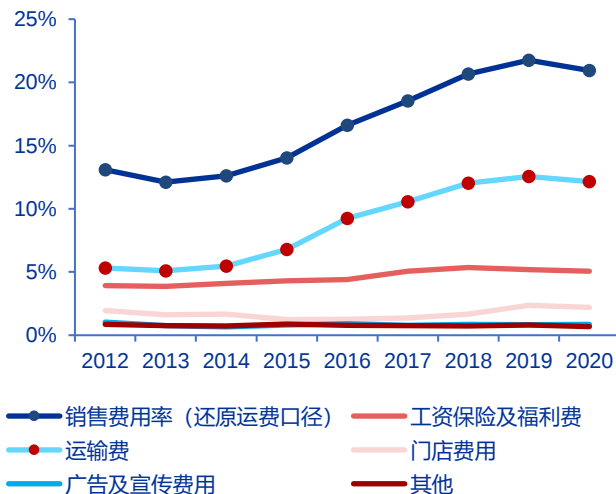
资料来源：申万宏源研究

图 22：桃李面包——东北、西南等强势市场盈利优于整体



资料来源：公司公告，申万宏源研究（分地区净利率根据所在区域子公司净利润/收入计算，存在因分部间抵消产生的与报表数据差异）

图 23：桃李面包——生意模式对物流配送环节的高要求构建了壁垒

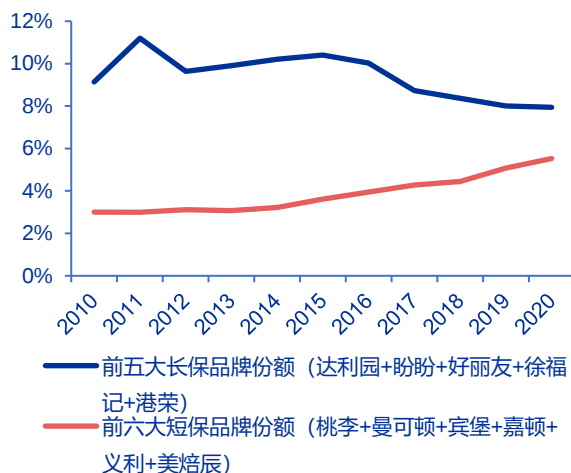


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.5 金字塔底部：长保面包日渐式微

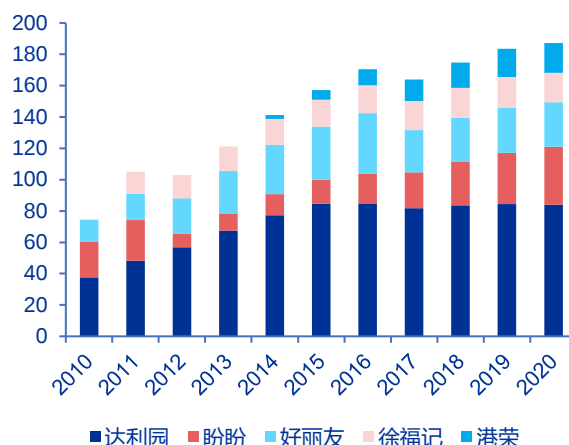
长保产品占据了烘焙市场的底部份额，早期福建品牌、合资品牌诸如达利、盼盼、好丽友借助渠道网络优势，做大市场份额，但产品本质上不符合消费升级逻辑和产业趋势，面临产品老化、口感差的问题，最先被短保品牌替代挤压，份额式微是趋势。2016 年以后，长保前五大品牌的销售绝对额的增长近乎停滞，属于投资机会较差的环节。

图 24：长保烘焙品牌份额趋于下滑



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 25：前 5 大长保品牌零售额（亿元）



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

2.6 未来业态结构将如何演绎？

混业并存或为趋势：各国在零售业态、消费习惯等方面的差异导致对各形态的烘焙市场消费偏好的差异，散称类通常被认为更加新鲜、健康、好吃，在法国、我国大陆地区及台湾地区均占据了 70% 以上的份额，而日本、英国对包装类面包接受程度更高，散称类份额均不足 30%，因此孕育出山崎面包这类的短保龙头。我们认为在烘焙行业中，短保包装面包及冷冻面团两个细分赛道最具备通过工业化生产优势及日积月累建立起渠道壁垒，实现全国化扩张及份额提升，从而走出细分龙头的领域。展望来看，消费升级及健康化的趋势下，短保替代长保趋势仍将延续，而短保业态中，短保包装面包及散称类两类业态有望长期兼容共存。

参考成熟市场路径，烘焙在海外作为常见的主食类产品，商超自营模式十分常见，多见预包装面包与现烤产品并存，现烤产品和预包装产品存在消费者受众群体的相对区隔，两者模式可兼容并存。同时，**预包装产品在便利店、流通小店的市场更为广阔，以桃李为例，其在 KA 卖场的份额并不高，占比 27% 左右，且并非其强优势或盈利贡献渠道。**我国的烘焙饼店份额占比高达 52%，过去存在开店潮，赛道相对拥挤，业态模式也趋于多样化发展，电商新零售、茶饮烘焙店、KA 烘焙店等模式的兴起不断挤占传统烘焙店份额。横向对比开店业态，烘焙店的单店模型盈利分布方差高，未来预计单店盈利模型更具吸引力的茶饮烘焙店份额将提升，混业竞争将成为新趋势。**从远期看，参考海外业态结构，我国烘焙饼店的占比或将下降，但市场份额将向盈利强、模式好、产品力优秀的头部品牌集中。**

除此之外，我国烘焙在餐饮渠道目前占比极低，为待开发的潜力市场，建议关注西式快餐、中餐尾菜、星级连锁酒店早餐/下午茶等场景的新增量空间。

3. 烘焙中游：冷冻面团迎来供给需求共振，如何看待参与者的竞争力？

3.1 行业快速爆发，疫情成为加速器

供需两侧催化共振，我国冷冻面团行业由导入期步入快速发展期。冷冻面团的行业催化背景与速冻火锅料类似，冷冻面团于下游烘焙饼店的产业链角色类比为餐饮行业的中央厨房概念，本质上是商业对效率提升、成本优化的诉求导向。但由于技术工艺复杂性、B端客户的渗透率不高等因素，导致其所处的发展阶段晚于其他速冻食品。行业供给侧方面，生产技术突破、冷链及冷库基础设施的发展完善是制约行业发展步伐的两个关键要素。需求侧来看，下游烘焙门店业态盈利能力不断削弱，高企的人工成本、租金、原材料成本压力蚕食利润，冷冻面团兼具现烤卖点、性价比、易操作等优势，与下游诉求高度契合。

表 6：冷冻面团技术与下游饼店经营痛点高度契合

	下游饼店痛点	冷冻面团优势
盈利端	原材料、人工、租金成本上行，在原材料采购上不具有规模优势及议价能力	具备工业化生产优势、采购及生产端具有规模效应，优化饼店成本， 节约后厨操作空间及人员操作
盈利端	卖点在于现烤现制，因此销售周期短，通常采取当日售卖模式，高频操作，对门店库存管控要求极高，直接影响日营业额及报损	即用即烤， 可灵活调节产销存
运营端	依赖高级面点师傅手工操作，专业人员薪酬高、难培养，社会资源少、不易招募	无需依赖专业人才 ，仅需基础培训，操作便捷
运营端	人工操作环节多，工艺复杂，耗费时间及人力，出品率差异大	标准化 、出品稳定、食品安全性高
营收端	丰富产品品类，完善并形成“性价比产品、引流产品、盈利产品、明星产品”等丰富的产品矩阵	工艺程序繁杂，手工作坊生产不占优的品类通过技术突破实现外包，如甜甜圈、挞皮、丹麦类

资料来源：申万宏源研究

我国技术起步晚，由华南、华东沿海地区逐步渗透。冷冻面团技术在上世纪五十年代开始出现在西班牙等欧洲国家，八十年代达到成熟阶段，九十年代开始进入中国。初期，国内的冷冻面团工厂主要集中在山东沿海一带，多为以出口市场为主的日韩企业，中国企业仅负责贴牌生产。2004 年开始发展迅速，国内大批面粉企业及烘焙原料经销商进入冷冻面团市场，解决客户降低成本、控制质量等痛点。2013 年市场出现加速，烘焙行业走向餐饮化，如 85 度 C、星巴克等门店纷纷腾出店面空间，混业经营轻餐、快餐、饮品等，以便增强客户体验感，此阶段冷冻面团发展迅猛。我国台湾地区的渗透率最高，台湾的南侨集团与统一集团自九十年代起大力生产普及冷冻面团。第二梯队为沿海地带、江浙及广东的小型企业，多由五星级酒店行政总厨创立，因了解客户痛点故率先推出冷冻面团。

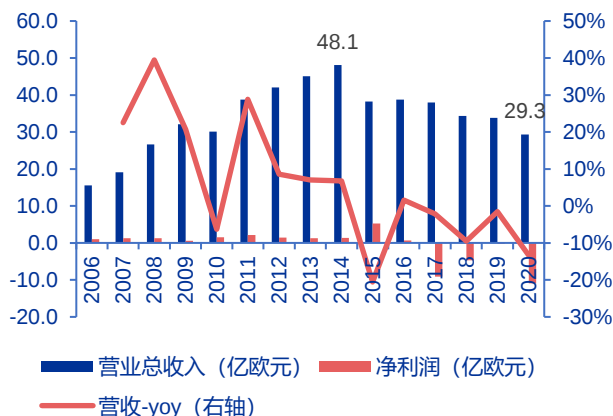
图 26：中国冷冻面团产业分布图（颜色越深代表使用率、渗透率越高）



资料来源：FBIC，申万宏源研究

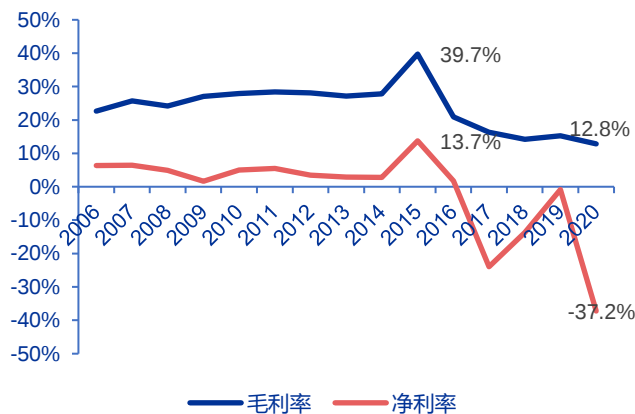
海外市场技术成熟应用广泛，我国现阶段渗透率低。国外冷冻烘焙技术在面包等烘焙食品制作中已经十分普及，冷冻烘焙工艺也越来越成熟和规范。结合渠道反馈，冷冻面团在欧美日本等发达国家的烘焙店渗透率都占到了 50% 以上，借鉴中国台湾的发展案例，南侨集团在台湾覆盖了约 80% 的烘焙门店，其中 50% 的客户均与公司开展了冷冻面团业务，平均来讲其在单个烘焙店约有 1-3 种 sku 的渗透。在欧美国家，冷冻面团市场已趋于饱和并走向整合状态。冷冻面团市场同时也孕育出目前世界上体量最大的冷冻面团企业瑞士 Aryzta (SIX Swiss Exchange) 登陆海外资本市场，20 财年实现营收 29.31 亿欧元；同样，美国食品巨头 General Mills 对冷冻面团业务的布局较广，其冷冻烘焙食品业务 20 财年实现营收 18.01 亿美元。此外，日本住友集团、Aryzta 近年也在加码越南、马来西亚等东南亚市场的建厂以及日韩的布局。以原材料采购成本计算，我国冷冻面团在烘焙店的渗透率预计不足 10%，相对冷冻面团技术成熟的国家晚约三十年，随着技术逐步突破、头部企业产能加码释放、冷链基础设施的建设完善，渗透率仍有大幅提升空间。

图 27：瑞士 Aryzta 营业收入及利润情况



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究；注：Aryzata

图 28：瑞士 Aryzta 毛利率及净利率

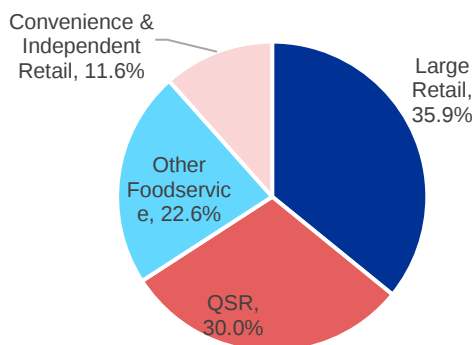


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究；注：15-16 年后

于 2015 财年剥离集团旗下的 Origin 业务板块

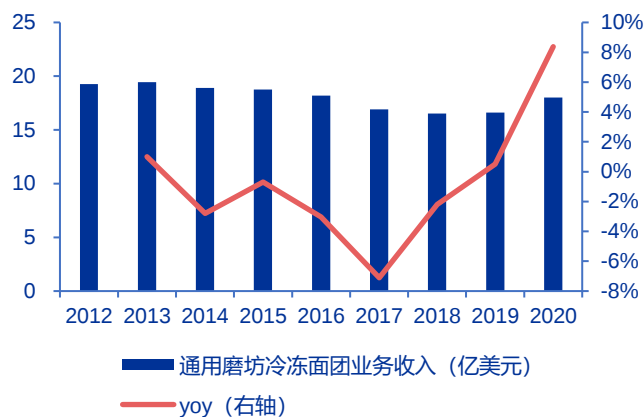
公司盈利大幅波动主因 1) 资产处置；2) 发力 C 端失败造成无效费用投放；3) 过度产能扩张及人工成本上行抬高生产成本

图 29: Aryzta 分渠道收入占比 (2020 财年)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 30: General Mills 冷冻面团业务收入 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

为何冷冻面团的工业化进程晚于速冻米面及火锅料？从下游需求属性来看，作为舶来品的烘焙食品本身在我国的起步发展较晚，西方饮食习惯的逐步渗透以年轻一代消费者开始，但更重要的因素在于，从供给侧来看，冷冻面团的生产技术壁垒、及对冷库冷链建设均提出了更高的要求。

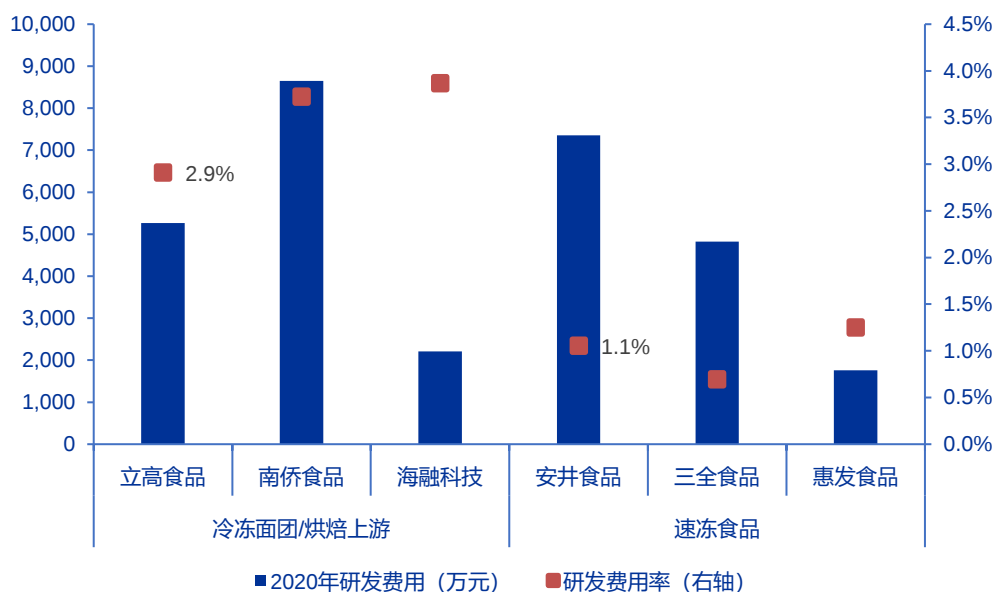
1) 技术壁垒：烘焙产品制作过程天然具有工艺复杂、配料辅料种类繁多、涉及醒发工艺且制作时间长、人工配方工序多变的特点，叠加专业烘焙技术人才稀缺，导致其工业化的技术突破难度高于其他食品领域。生产技术的学习和突破要求企业不断迭代，形成 know-how，通常来讲，生产设备需要从国外引进，再配合国内产品调试，产品试产到销售需要 2-3 年时间，但客观来讲，现阶段的冷冻面团技术并不能解决所有烘焙食品的工业化生产问题，只能解决部分，应用仍存在一定的局限性。根据形态、发酵及烤制程度，冷冻面团大致可分为冷冻面块、预成型、预醒发、预烘烤冷冻面团，全烘烤面包几类，目前预成型冷冻面团以及冷冻熟制品在我国的应用较多，**酵母的使用是技术应用时的关键变量之一**，冷冻中酵母处于休眠状态，因此面团对于温度非常敏感，存储和配送温度不稳定会严重影响产品质量，因此预醒发类较适合 B 端销售，而冷冻预成型或者冷冻预蒸熟馒头包子同时可以面向 C 端销售，如包子馒头类连锁店，巴比馒头、小杨生煎等。**从海外经验来看，冷冻面团企业同时具备切入冷冻熟制品、料理制品等潜力，而反向切入则难度更高，因对技术要求更高的门槛。**

表 7：冷冻面团的技术路径及应用范围

分类	冷冻面团工厂	终端用户	应用品类	技术及现状	对终端的要求
冷冻面块	搅拌-无发酵直接分割-急速冷冻-冷冻储存配送	解冻-成型-醒发-烘烤	各种类型的欧式面包	生产工艺比较简单，工厂生产效率很高。面团没有经过醒发，体积较小，冷冻物流配送和存储成本也低。但是门店需要更多人工和手艺较好的面包师，以及更大的操作场地和更多设备，可以做各种造型和花样，适合连锁饼店。	
预成型冷冻面团	搅拌-无发酵直接分割-成型-急速冷冻-冷冻储存配送	解冻-醒发-烘烤	甜面团、起酥面包、较多的欧式面包产品	现有技术较成熟；店铺对技术要求简单，只需要判断醒发状态。流动效率好，店铺保管所需空间比较小，通常采用自然解冻。	
预醒发冷冻面团	搅拌-无发酵直接分割-成型-醒发-急速冷冻-冷冻储存配送	解冻-烘烤	小型法包、牛角包	现在有少量客户开始使用这项技术，应用比较方便，市场潜力较大，尤其是包油酥皮类产品。这项技术对店铺技工技术要求低，一般操作工都可以完成操作。店铺可以多次烤制，随意调整数量，操作及其简便，极大地满足了饼店面包新鲜出炉的需求。但冷冻预醒发面团产品冷冻存储温度和冷冻链配送要求较高，产品保质期较短。	由高到低
预烘烤冷冻面团	搅拌-发酵或不发酵-分割-成型-醒发-烘烤-急速冷冻-冷冻储存配送	解冻-二次烘烤	冷冻披萨、少量欧式脆皮面包	使用范围较少，不用于分层的产品中，在商超流通环节广为销售的披萨半成品，在咖啡厅，餐厅等用户使用的配餐也有渗透。	
全烘烤面包	搅拌-发酵或不发酵-分割-成型-醒发-烘烤-急速冷冻-冷冻储存配送	解冻-二次烘烤	各类汉堡等制作三明治产品的面包	，作为咖啡厅，连锁西餐厅的原材料和一些酒店的早餐配餐，在医院和学校配餐系统也有发展的潜力。	

资料来源：中国知网，申万宏源研究

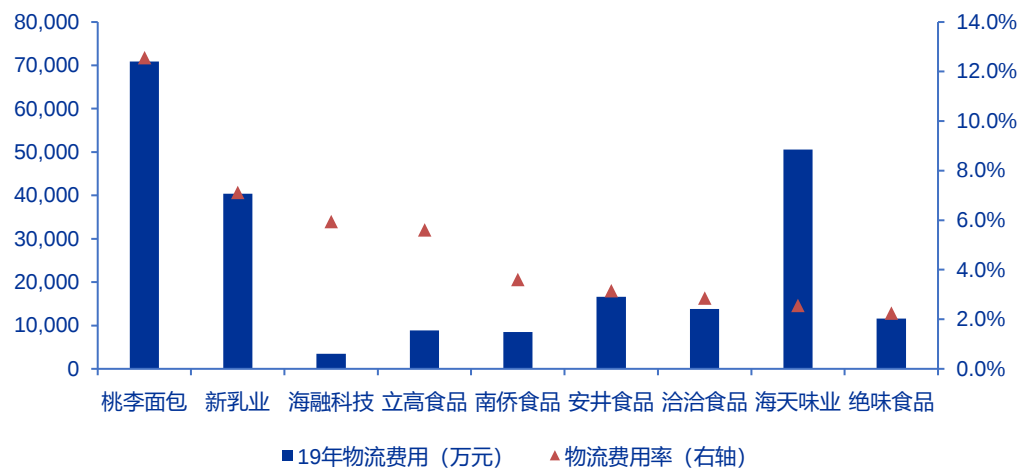
图 31：烘焙上游三家公司研发费用率在 3-4%，远高于一般食品企业



资料来源：Wind，申万宏源研究

2) 冷库、冷链物流等配套基础设施：冷冻面团对储存和物流配送环节的要求较其他速冻食品更为严苛，一旦温度高于-15℃，面团就会开始发酵，直接报废，因此在仓储、物流等全流通环节的要求温度可监控及管理。冷冻烘焙企业通常采取核心线路自建冷链物流车队，自主配送以达到维护产品品质、降低配送风险，同时合作第三方物流并在经销商管理方面实施严格的监控及考核措施。总的来说，烘焙行业的经销商及终端用户处的冷链配套设施的普及率及成熟度是冷冻面团未来渠道下沉的关键因素之一。**从内部效率角度看，冷链运输成本高于一般运输，速冻食品企业的运输费用率通常占比较高，具有产能先发优势、全国化工厂布局均衡的企业有助于节约运费并提高市场反应速度，从而为行业未来可能的价格战或企业利润提供足够的安全垫。**

图 32：短保、冷链类食品运费率普遍较高



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 冷冻面团远期空间几何

测算行业现阶段空间不足百亿，未来五年复合增速可看 30%。我们通过原材料在非包装类的采购占比及现阶段渗透率反推计算，认为冷冻面团行业总体出厂口径约 46 亿元（口径不一，渠道交流口径存在差异，普遍认为行业目前出厂端规模在 50-80 亿元）。其中，立高目前份额最大，约占比 20%。**行业关键增长假设/未来增长动力来自：1) 烘焙下游行业整体的持续扩容；2) 饼店渗透率提升：**目前不足 10%，释放非核心品类产能是趋势，远期渗透率可达 30-40%。**3) 非饼店渠道的占比提升：**商超现阶段增速较快，合作开发，实现单品放量。此外，可关注餐饮渠道远期增量，目前渠道占比极低，参考瑞士冷冻烘焙龙头，空间需求较大，增长点来自西餐、中餐尾菜、酒店下午茶场景等。

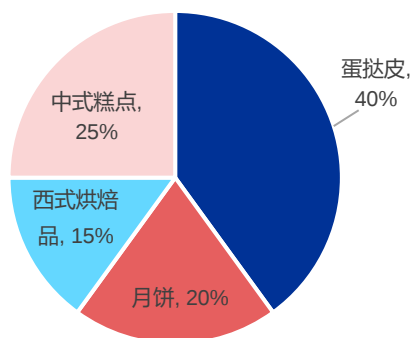
表 8：冷冻面团规模预测及远期空间测算

单位：亿元	2020A	2025E	20-25 年 CAGR	2030E	25-30 年 CAGR	格局及展望
非包装类烘焙市场规模	1708	2459	8%	3431	7%	
原材料采购占比假设	40%	40%		40%		
原材料采购成本（亿元）	683	983		1372		
冷冻半成品渗透率	8%	20%		30%		
冷冻半成品市场规模（亿元）	55	197		412		
倒算出厂口径	41	148		309		
行业渠道结构假设：	90%：	85%：		80%：		饼店的冷冻烘焙半成品持续渗透，餐饮、星级连锁酒店的早餐/茶歇场景有望成为未来增长点，占比预计提升
饼店+商超：餐饮+酒店等其他	10%	15%		20%		
冷冻烘焙出厂口径规模（亿元）	46	174	31%	386	17%	立高占比 20%，报表口径 10 亿，南侨 1 亿

资料来源：公司公告，渠道交流，申万宏源研究

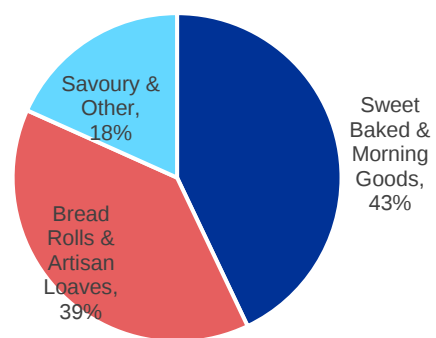
除需求侧的渗透率提升外，技术突破带来的供给侧变革仍有空间。我国冷冻面团产品结构相对单一，品类拓展空间仍大。尽管我国冷冻烘焙食品的市场需求快速成长，但由于整体发展时间较短，目前冷冻烘焙食品结构还相对较为单一，中国市场上产量最大的是冷冻面团类别是冷冻蛋挞皮，其次是中式糕点、月饼，西式烘焙品产量占 15%左右。而在烘焙店现烤产品的消费中，欧包等西式烘焙品占有较大的比重，也就是说，我国冷冻烘焙食品的产品结构与总体烘焙行业的产品结构并不匹配，随着冷冻烘焙技术的逐渐成熟，冷链仓储和物流技术的不断完善，冷冻烘焙食品的应用领域将由冷冻糕点产品逐渐发展至冷冻面包等其他品类，还存在着广阔的市场空间。

图 33：中国市场冷冻面团产量比例（2018 年）



资料来源：FBIC，申万宏源研究

图 34：Aryzta 分产品收入占比（2020 财年）



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

3.3 冷冻面团行业的竞争要素

3.3.1 行业仍为初级竞争阶段，立高占据早期优势

不同阶段关键竞争要素各有侧重，目前仍为初期形态的竞争。行业目前处于从导入期进入快速成长期。各企业的竞争依然偏初级，现阶段以产能、产品驱动为主，产能布局有优势的企业可以取得占据市场的第一阶段领先优势，叠加优异的管理团队，狼性的销售人员，实现收入的高速增长与更高的市场份额。而行业终极竞争壁垒要看，技术储备是否持续驱动产品创新、终端服务力、营销网络的搭建。同时，产品矩阵的丰富可以实现一带多。

行业内尚无全国性品牌，典型区域型向外扩张。行业目前主要参与者来看，龙头公司为立高食品，领跑优势明显，2020 年冷冻烘焙食品收入近 10 亿元；第二梯队企业收入多数在 1-5 亿元，包括南侨、新迪嘉禾、山东高贝、鑫万来；其他竞争者为区域型厂家，产值多在 1000-2000 万。从收入的区域结构来看，立高食品为华南占比 30%、华东 31%、华中 11%、华北 10%；南侨食品为华东、华南、华中各占比 22%，华北 12%。两家公司收入集中于有产能布局，且烘焙市场空间大的华东、华南。

表 9：冷冻烘焙食品行业主要参与者一览

主要参与者	成立时间	地点	特点	主打产品	主要渠道	收入体量	产能情况
立高食品	2000	广东广州	民营企业，上市公司，冷冻烘焙体量全国第一	挞皮、甜甜圈、麻薯	沃尔玛/山姆会员店等 KA，连锁饼店，餐饮等	营收 18.1 亿元，其中冷冻烘焙食品 9.6 亿	冷冻烘焙产品年产能 7.39 万吨，奶油类产品年产能 3.3 万吨
南侨集团	1996	中国台湾	台资企业，定位中高端市场，研发见长	丹麦类、菠萝类、起酥类	工业客户、好利来等连锁、KA	营收 23.2 亿元，核心业务烘焙油脂 14.3 亿，冷冻面团 1.2 亿	冷冻面团产能 3437 吨，产能利用率 104%
山东高贝	2007	山东济南	山东龙头，大众路线，类似立高	挞皮、冷冻酥饼、丹麦	头部 KA、饼店、企事业单位	约 3 亿元	冷冻烘焙年产能 3 万吨
鑫万来	2012	江西九江	政府扶持，大众路线，类似立高	挞皮、老婆饼、起酥皮	头部 KA、饼店	约 2 亿元	产能最高年产值可达 8 亿元
东莞黑玫瑰	2004	广东东莞	法国独资，偏欧系	面包类、法式酥点、法式点心和咸味产品	星级酒店、私人会所、高档咖啡厅、西餐厅及面包店		
新迪嘉禾	2009	浙江杭州	欧美外贸起家，定位中高端，冷冻蛋糕见长	慕斯蛋糕、重油蛋糕、甜甜圈	大型商超为主，如麦德龙、Ole，及 KFC、必胜客等餐饮	约 5-6 亿元	年生产能力在 10 万吨以上

资料来源：Wind，各公司官网，渠道交流，申万宏源研究

3.3.2 跑马圈地期，大单品及产能布局为目前比拼首要因素

首先，烘焙店如何选择冷冻烘焙供应商？我们认为，冷冻面团生意虽然本质为 to B 业务，但存在产品差异化空间大，而终端定价方式为成本加成，因此价格并非第一考虑因素。产品品质、服务能力更为关键。1) 产品质量：即半成品门店再加工后，产品品质和现烤类基本相当；产品矩阵丰富为加成项（如南侨、立高均有其他原料配套业务）；2) 服

务能力：下游饼店对冷冻面团的品质认可以成品论定，但操作过程对最终成品影响较大，因此需要厂商具有配套的服务技术人员进行门店的维护，企业售后服务能力及响应速度同样关键；**3) 成本经济：**烘焙店的选择底线为外购产品成本优于自身的生产成本，但另一方面来看，烘焙店的通常的终端定价策略为成本加成原则，而非需求导向的定价策略，产品售价一般为生产成本的 3-4 倍，原材料成本在烘焙店的总成本占比并不高（30%左右），单店的成本项更多来自租金、人工等运营项。**产品品质则作为品牌的生存基石，因此，对上游价格的敏感性相对偏弱，同一水平线产品，具有更优品牌力、产品组合、服务力的上游企业享有一定的议价能力。**

图 35：立高、南侨、高贝、鑫万来产品矩阵对比

品牌	产品种类					特点
立高	奶油	水果制品	酱料	冷冻半成品	冷冻成品	奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的SKU分别达到 32 种、241种、69 种和 187 种
						
南侨	奶油	烘焙油脂	酱料	冷冻半成品		产品主要有烘焙应用油脂、淡奶油、馅料、冷冻面团、进口品五大系列，产品范围涵盖 200 多个SKU
						
高贝	冷冻半成品			冷冻成品		包含挞皮、冷冻酥饼、丹麦、酥类、熟食冷冻和餐饮用品六个系列，合计 34个SKU
						
鑫万来	冷冻半成品			冷冻成品		冷冻半成品主要包括面包类、挞皮、酥饼类、丹麦类等，冷冻成品主要包括蛋糕卷和甜甜圈，所有品类合计44个SKU
						

资料来源：立高、南侨招股说明书，高贝、鑫万来官网，申万宏源研究

下游早期爆发阶段，产能为王，跑马圈地至关重要。现阶段行业为产能驱动增长，各家企业的冷冻面团生产线多呈现供不应求的状态，产能建设更快的企业可以获得领跑优势。上市企业中，立高食品拥有广州增城、佛山三水、广州南沙、浙江长兴 4 个生产基地，华北的河南卫辉生产基地正在建设中，同时对佛山三水、广州南沙、浙江长兴 3 个生产基地进行扩建。南侨食品拥有天津、上海、广州三个生产基地，同时对金山工厂进行扩建、天津工厂技改，之后预计广州新建产能。从产能规划来看，立高的布局最为激进。对比速冻食品的发展路径，由于二者都需要冷链运输，运费率通常占比较高。产能布局更多的企业可以节约运费、提高市场反应速度、快速产生效益。

表 10：立高食品、南侨食品产能及规划

	2017	2018	2019	2020	IPO 募投项目新增产能	规划增幅	规划总产值(亿元)
立高食品产能（吨）	25,700	37,900	43,100	53,200	59,200	111%	23.2
立高产能利用率	84%	75%	81%	90%			
南侨食品产能（吨）		3,437	3,437	3,437	11,000	320%	4.9
南侨产能利用率		71%	66%	104%			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 11：龙头速冻食品公司实现全国化工厂布局

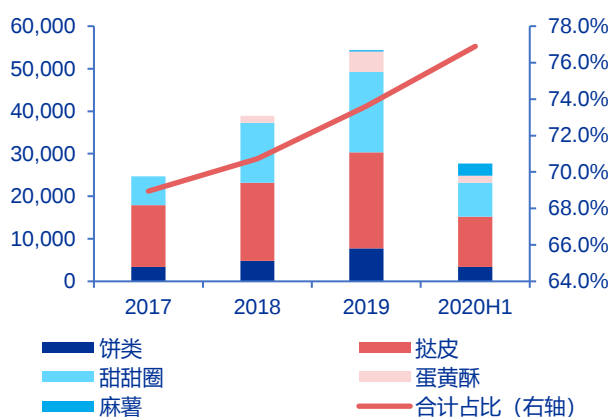
速冻食品公司	工厂布局
安井	福建、江苏、四川、辽宁、湖北、河南、广东（在建）、山东（拟建）
三全	浙江、江苏、四川、天津、湖北(在建)、河南、广东
思念	浙江、四川、河南、广东、美国
湾仔码头	上海、广东、河北
海霸王	广东、四川、山东
惠发	山东
海欣	福建（扩产）、浙江、山东——海水鱼糜靠近东南沿海

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3.3 研发硬实力及终端服务软实力不可或缺，是企业中长期护城河

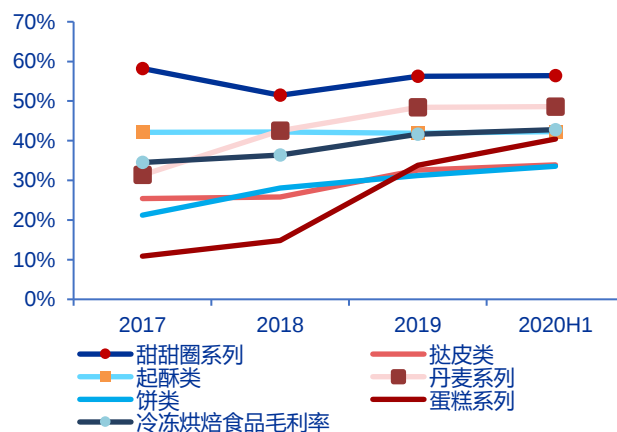
低端产品参与者众多稀释盈利，而产品创新及技术突破可以带来更高的产品附加值。由于无酵的饼类、挞皮类初级产品对运输要求低，行业参与者同样较多，行业竞争多集中在低端产品。而丹麦类、起酥类等酵母类产品，对生产、运输、终端使用均要求更高，产品力强的企业不仅可以占据市场份额，毛利率也相应提升。立高产品思路类似于安井，大单品放量驱动增长，同时实现最大化生产效率。公司在 13 年洞察到挞皮的需求，经过 2 年调试，15 年实现全自动工业化生产；甜甜圈由于需要成型、发酵、油炸等多道工序，烘焙店不具备稳定的生产能力，公司通过二次发酵技术、风味化、自主运输等方式，提升产品市场竞争力；18 年，公司推出蛋黄酥新品，解决了咸蛋黄为整颗蛋黄这一传统技术无法实现自动化生产的难题，实现了蛋黄酥的批量生产；19 年，推出麻薯，解决了产品出油导致没有膨胀力的问题，20 年麻薯销售额过亿元。

图 36：核心单品+新品突破驱动增长（左轴收入单位：万元）



资料来源：立高招股书，申万宏源研究

图 37：产品技术难度带来更高的产品毛利率



资料来源：立高招股书，申万宏源研究

渠道配套技术服务赋能于终端，强化客户粘性，构筑软实力壁垒。小 B 烘焙客户特点“分布广泛、需求零散、品规众多”，客户自身缺乏市场洞察和技术开发能力，供应商可以通过技术输出和指导进行赋能。**服务的响应速度、拜访频次强化客户对品牌的认可，从而形成客户粘性，进而奠定渠道壁垒和话语权。**除此之外，公司通过高频终端拜访，获取市场一手需求和消费数据，反哺公司产品研发及生产，业务扩张实现正反馈，供给持续创

造需求。我们认为，后端的实力可以帮助企业在竞争后期阶段，在产品同质化竞争中脱颖而出。渠道反馈，立高、奥昆的渠道拜访频率和覆盖客户精细化远优于区域型竞品，其他竞品尽管可能走低价竞争路线，但若终端缺乏后续服务，终归会选择回实力品牌。

表 12：三家烘焙中上游公司销售人员对比（2020 年）

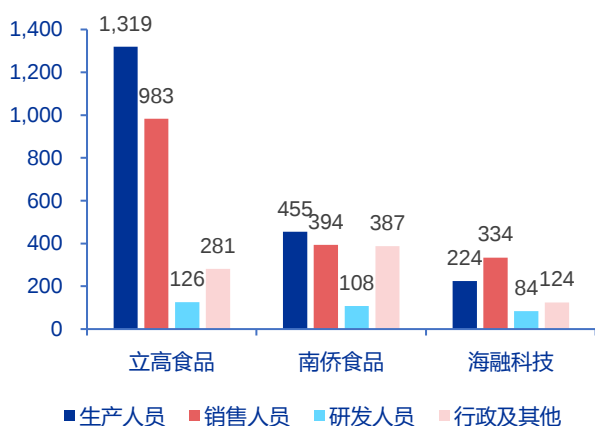
公司	销售费用（万元）	销售费用率	销售人员（个）	经销商（个）	经销占比	终端数
立高食品	25,344	16.0%	983	1900	78%	直销客户超过 400 家，服务的终端客户超过 5 万家
南侨食品	25,834	11.0%	394	309	62%	
海融科技	13,566	23.2%	334	676	83%	

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

3.3.4 拥有高效且执行力强、激励充分的团队为必要条件

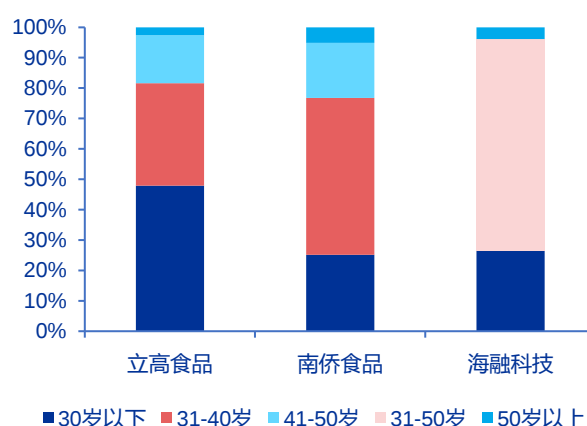
对于成长期行业来讲，激励充分且狼性的团队文化是必要条件。三家上市公司对比来看，立高食品的生产及销售体系最为庞大，研发人员体量大致相当，而从年龄构成上，立高食品的团队更为年轻化，30 岁以下员工占比近半，结合渠道走访，立高偏向于采用核心岗位的内部竞聘提拔，通过招聘年轻人才，经过内部的人才梯队培养方案及清晰的晋升路径，打造精干的业务团队，公司民营体制，高管持股比例高，核心骨干激励充分，文化偏向于军事化管理。南侨食品为台资背景，由台湾陈氏家族的四代负责经营，持股集中，高管现金激励充分。海融科技同样为民营企业，创始人兄弟关系，总体激励中上。

图 38：三家烘焙中上游上市企业员工结构（人，2020 年）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 39：三家烘焙中上游上市企业员工年龄构成



资料来源：各公司招股书，申万宏源研究（其中，立高食品、海融科技截至 20H1，南侨食品截至 20 年末）

表 13：立高食品核心高管薪酬情况（截至 2020 年）

姓名	职务	薪酬(万元)	期末持股数(万股)
彭裕辉	董事长,总经理,核心技术人员	233	2,589
赵松涛	董事,副总经理	181	1,726
白宝鲲	董事	0	1,641

陈和军	董事,副总经理,核心技术人员	201	1,086
宁宗峰	监事会主席,核心技术人员	150	800
龙望志	副总经理,董事会秘书	98	381
周颖	销售总监	182	127
彭岗	行政总监	98	64
郑卫平	研发总监,核心技术人员	98	51
刘宇	财务总监	51	0

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 14: 南侨食品核心高管薪酬情况 (截至 2020 年)

姓名	职务	薪酬(万元)	期末持股数(万股)
陈正文	董事长	598	0
廖美惠	财务总监	360	0
林昌钰	总经理	190	0
陈宙经	董事会秘书	181	0
周兰欣	副总经理	157	0

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 公司实际控制人为陈飞龙、陈飞鹏、陈正文和陈怡文, 通过南侨开曼、Alfred&Chen 及上海其志合计间接控制南侨食品 356,499,794 股股份的表决权

表 15: 海融科技核心高管薪酬情况 (截至 2020 年)

姓名	职务	薪酬(万元)	期末持股数(万股)
黄海晓	董事长	0	2592
黄海瑚	董事,总经理	314	1728
季德南	董事,副总经理	205	13
王玮华	董事会秘书	92	13
曹建	副总经理	140	12
裘国伟	董事,财务总监	52	13

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4. 烘焙上游: 原料业务偏同质化竞争, 格局较难集中

烘焙产业下游持续高景气推动上游原料市场规模稳步增长, 上市企业原料业务表现基本同步或略快于行业端增速。由于原料业务的竞争更加同质化及激烈, 且集中度较低, 目前参与者基本享受于下游行业的 β 红利, 自身较难获取 α 增长。以油脂见长的南侨食品近三年油脂业务收入表现平稳, 各家奶油业务均实现略快于下游烘焙行业的增速, 预计与奶茶、牛乳茶等新式茶饮类兴起带来对奶油原料的增量需求。上游原料主要包括面粉、糖类、鸡蛋等大宗原料, 以及奶油、酱料、酵母、烘焙油脂等烘焙食品原料, 其中奶油和烘焙油脂消费均以国产中低端产品为主、进口产品为辅, 规模化企业和中小企业并存, 行业竞争格局仍较为分散。

表 16：烘焙中上游企业原料业务收入及增速

收入 (亿元)	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR (16-19 年)
烘焙应用油脂						
南侨食品	13.8	14.6	15.9	15.0	14.3	3%
奶油						
南侨食品	2.3	2.9	3.3	3.5	3.5	15%
立高食品		2.7	3.4	3.8	3.7	19%*
海融科技 (内销业务)	3.0	3.4	3.9	4.1		11%
烘焙下游行业增速						10.4%

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：由于 20 年疫情影响各企业原料业务，此处复合增速以 16-19 年为统计期计算，由于立高食品未披露 16 年数据，*处数据为该公司 17-19 年 CAGR

4.1 奶油业务：低端植脂类竞争激烈，行业缓慢升级

奶油产品根据原料和加工工艺的不同，分为植脂奶油、含乳脂植脂奶油和稀奶油。稀奶油即动物奶油，通过牛奶离心脱水制成，价格较高。植脂奶油以植物油脂为主要原料，打发性好、稳定性强，且不受奶源限制，成本较低，是我国目前蛋糕制作中使用量最大的奶油产品。近年烘焙领域的消费升级催生含乳脂植脂奶油，即在植脂奶油中添加乳脂成分，兼具植脂奶油的打发性、可塑性、稳定性和稀奶油的醇厚口感，价格居中，市场需求增长较快。

表 17：各种奶油产品特点

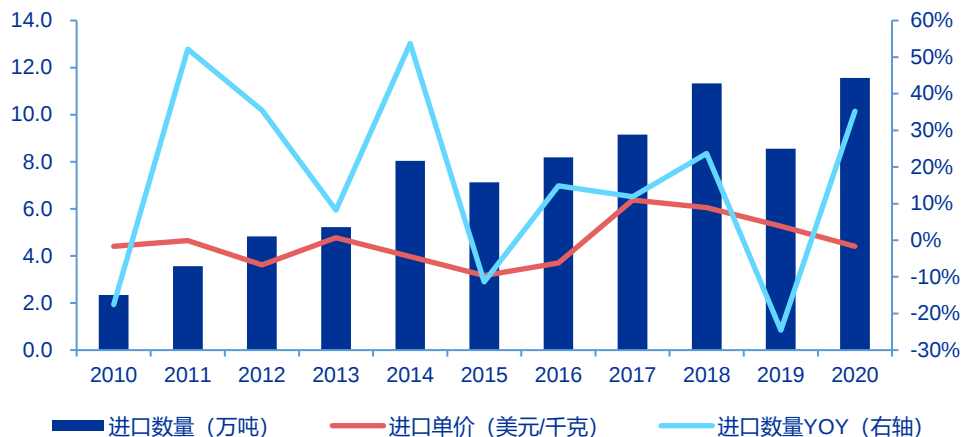
奶油品类	成分	特点	主要品牌	
稀奶油	牛奶脱水制成	营养价值高、受奶源限制，成本高，打发性、稳定性和操作性较差	国外品牌	安佳、总统、雀巢、蓝风车、铁塔
含乳脂植奶油	植脂奶油+乳脂	兼具植脂奶油的打发性、可塑性、稳定性和稀奶油的醇厚口感，价格居中，市场需求增长较快，但多数含乳脂植脂奶油仍使用氢化植物油，健康度介于稀奶油和植脂奶油之间	国内品牌	安琪、伊利
植脂奶油	植物油脂+乳化剂等	打发性、稳定性较强，技术壁垒低、成本低，是我国目前蛋糕制作中使用量最大的奶油产品；常以氢化植物油为原料，健康度低		维益（苏州）、海融，中小品牌

资料来源：申万宏源研究；注：维益作为全球植脂奶油的创始者，合作客户包括沃尔玛、星巴克、KFC 等多个全球连锁品牌，1998 年于苏州建立全资子公司

随着家庭烘焙、高端烘焙店和新茶饮不断发展，国内**稀奶油**需求持续上升。受制于奶源不足，我国稀奶油主要依赖于进口，安佳、雀巢、总统等进口品牌占据较大市场份额。近年国内乳企也开始重点布局稀奶油市场，20 年 11 月伊利推出伊利专业乳品东方灵感系列新品，100%动物奶油，拥有超高打发率。除了奶源问题，解决品质口感、打发率等消费痛点是国内稀奶油品牌突围的关键。

奶油进口量方面，近五年增速有所放缓，2010-2014 年奶油进口量 CAGR 高达 27.95%，2015-2020 年则仅为 10.16%，其中预计存在国内品牌进军稀奶油市场的原因；进口单价受产量和竞争程度影响，2017 年达到 6.37 美元/千克高点后开始回落。

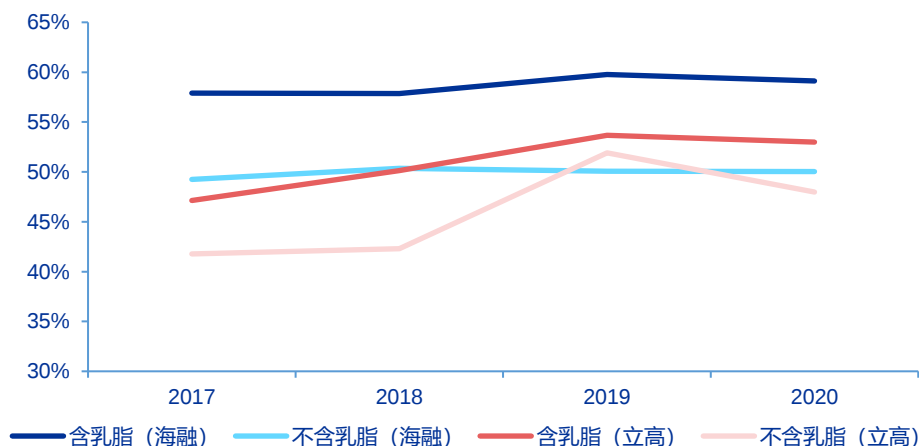
图 40：我国奶油进口数量及单价



资料来源：Wind，申万宏源研究

低端植脂类竞争充分，含乳类升级产品助推企业优化毛利。植脂奶油产品的生产工艺、基础原料、生产设备等均较成熟，生产企业较多，竞争充分。与传统植脂奶油相比，含乳脂植脂奶油的工艺水平和技术难度较大，如需要解决乳脂和植脂奶油可溶性差的问题，前期废品率较高，对资金和研发能力有一定要求，因此生产这类产品的中小企业较少。虽然含乳脂植脂奶油能在一定程度上提升终端产品的口感，但同样面临同质化问题，各品牌含乳脂植脂奶油产品在加工工艺、定价上并无显著差异，因此市场份额仍较为分散、竞争相对充分。由于兼具口感和操作性，含乳脂植脂奶油单价高于植脂奶油，同时规模化生产带动成本下行、推高毛利率。相比于不含乳脂奶油，海融、立高含乳脂植脂奶油毛利率高约 5-10pct，对含乳脂植脂奶油的布局有利于原料公司丰富产品矩阵，并在较充分的竞争环境下优化企业盈利能力。

图 41：含乳脂/不含乳脂植脂奶油毛利率对比



资料来源：海融、立高招股书，申万宏源研究

测算 20 年我国奶油市场规模约 77-104 亿，格局十分分散。我们对于空间测算的关键假设：(1) 由于稀奶油大多依靠进口，因此奶油市场规模测算仅包含乳脂和不含乳脂植脂奶油。(2) 考虑到蛋糕制作是植脂奶油的主要用途，因此我们按欧睿口径的蛋糕市场规模测算植脂奶油市场规模，未涉及茶饮等其他奶油应用产品。(3) 蛋糕成本占售价比重为 25%-35%，其中奶油占 35%，即奶油成本约为售价的 8.75%-12.25%。考虑到包装类蛋糕奶油用量往往更少，这里假设包装类蛋糕奶油成本占售价比重为包装类蛋糕的 50%，约为 5.2%。综上，2020 年奶油市场规模为 77.4-103.9 亿元，以区间中值计算，海融、立高和南侨市占率分别为 5.7%、4.1%和 3.9%。

表 18：奶油市场规模测算（单位：亿元）

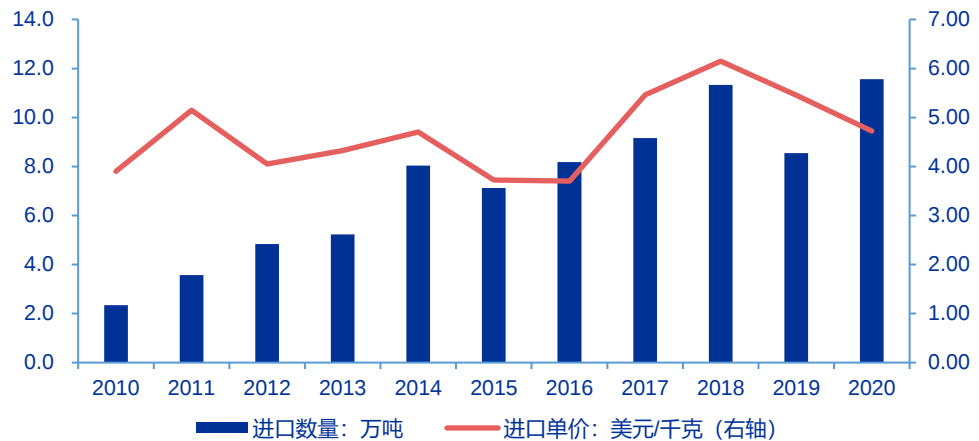
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
蛋糕	651.5	736.7	799.6	886.0	964.5	972.7
包装蛋糕	170.8	188.7	185.9	200.2	214.2	217.2
非包装蛋糕	480.7	548.0	613.7	685.8	750.3	755.5
包装蛋糕奶油						
成本占比 5.2%	8.9	9.8	9.7	10.4	11.1	11.3
非包装蛋糕奶油	(42.1, 58.9)	(48.0, 67.1)	(53.7, 75.2)	(60.0, 84.0)	(65.7, 91.9)	(66.1, 92.6)
成本占比 8.75%	42.1	47.9	53.7	60.0	65.6	66.1
成本占比 12.25%	58.9	67.1	75.2	84.0	91.9	92.6
奶油市场规模	(50.9, 67.8)	(57.8, 76.9)	(63.4, 84.9)	(70.4, 94.4)	(76.8, 103.1)	(77.4, 103.9)

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

4.2 烘焙油脂业务：市场价格易受大宗原料油影响，企业盈利波动较大

烘焙油脂产品主要分为黄油、人造奶油和起酥油，其中，人造奶油和起酥油由动植物油混合制成，价格低廉，以国内生产为主，其中市场份额排名靠前的主要有南侨、益海嘉里、不二、统清等；黄油是由牛奶加工而成的固态动物性油脂，营养价值高，但受奶源和生产技术限制，国内黄油生产规模尚小，消费主要依赖国外进口，最早进入中国市场的安佳市场占有率仍然较高。与人造奶油和起酥油相比，黄油需求量仍较小，价格远高于前者，主要用于 C 端和高端烘焙店。

图 42：黄油进口数量及单价



资料来源：Wind，申万宏源研究

油脂巨头及专业化企业共存，差异化竞争策略。目前烘焙油脂消费结构呈金字塔状，底层市场比重较大，主要由益海嘉里、中粮等大型油脂企业供应，中端市场由南侨等专业化烘焙油脂企业主导，高端市场则以进口黄油为主。由于烘焙油脂品质对终端产品口感品质有一定影响，未来下游需求变化将推动烘焙油脂中高端市场占比提升，消费结构将趋向橄榄球型。从产能角度，嘉吉粮油、南海油脂和南侨位居前三位，分别为 24 万吨、20 万吨和 10.11 万吨。以招股书口径，17 年南侨约占全国烘焙油脂产量的 3.4%。烘焙油脂行业整体呈现出油脂巨头、专业化企业及小企业并存的态势，整体竞争仍较为激烈。

表 19：烘焙油脂企业主要产品及产能

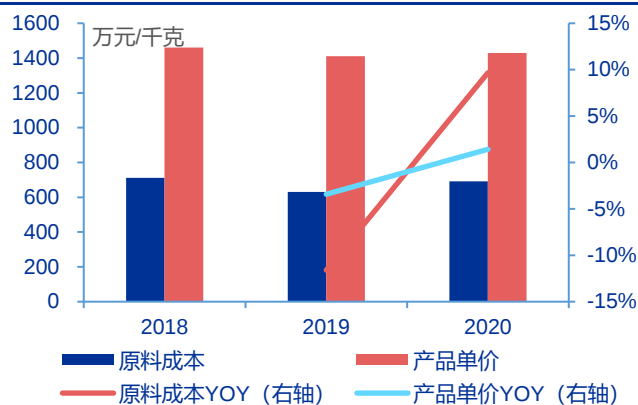
企业（品牌）	类型	主要产品	产能
新西兰恒天然	国外品牌	主要提供天然奶油和黄油，目标客户为高端烘焙店、咖啡店和家庭烘焙消费者	-
法国总统牌			-
南侨食品	国内专业烘焙油脂供应商	提供专业烘焙油脂产品，定位中高端市场	10.11 万吨
嘉吉粮油（南通）有限公司	国内大型食品工业油脂供应商	主要生产油脂原料，烘焙油脂种类较少	约 24 万吨
南海油脂工业（赤湾）有限公司			20 万吨
阿胡斯卡尔斯油脂（张家港）有限公司		提供食品配料代可可脂及烘焙油脂如无水酥油、人造奶油等	约 10 万吨
不二制油（张家港）有限公司		拥有丰富的全品类产品	约 6 万吨
英联马利（东莞）有限公司		提供烘焙配料、烘焙油脂	约 2 万吨
艾迪科食品（常熟）有限公司		主要生产食用油脂、食用馅料	-
张家港统清食品有限公司		主要提供多元化烘焙油脂产品	-
国内小型油脂厂商		生产工艺简单的低端产品，规模较小，市占率低	-

资料来源：南侨招股书，各公司官网，申万宏源研究

烘焙油脂产品成本受上游油脂、糖等原材料价格波动影响，厂商调价幅度远小于原料价格波动幅度。上游油脂主要包括棕榈油、豆油、椰子油等，我国进口大豆占总消费量的 88%，因此国内豆油价格受国际大豆价格影响较大，而棕榈油则完全依赖进口，采购成本与国际棕榈油价格联动性强。一般而言，原料价格上升将直接推高企业成本，而在竞争相

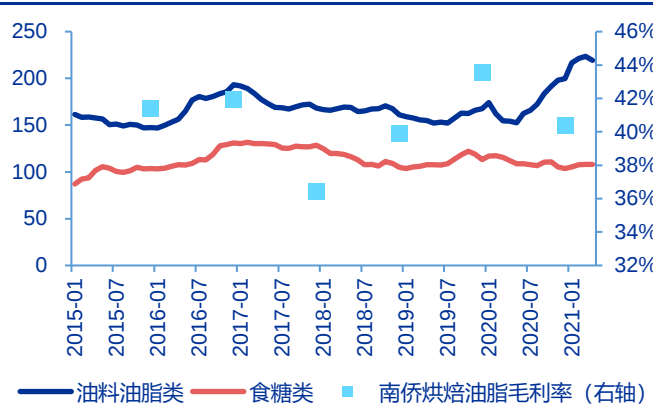
对激烈的烘焙油脂市场，厂商的提价幅度难以覆盖成本压力，利润空间受到挤压；而当原料价格下降时，出于市场稳定和品牌的考虑，厂商降价幅度相对有限，利润空间因此扩大。2016H2至2017H1，原料价格较高导致2017年南侨烘焙油脂毛利率出现明显下滑；2018、2019年原料价格持续下降，毛利率不断回升；2020年毛利率又因油料价格上升而有所回落。整体而言，烘焙油脂厂商调价幅度较小，利润空间受原料价格变动影响。

图 43：南侨油脂原料成本波动幅度高于产品价格



资料来源：南侨招股书，申万宏源研究

图 44：原料价格指数与南侨烘焙油脂毛利率变化



资料来源：Wind，南侨公告，申万宏源研究

我们对于空间测算的关键假设与奶油市场规模测算类似，从成本端估算面包、蛋糕和糕点的油脂成本占比，通过下游市场规模反推烘焙油脂市场规模。估算 20 年我国烘焙油脂市场规模为 163.5 亿元，推算得南侨市占率为 8.7%，高于其 3.4% 的产量份额占比，主因南侨定位中高端市场，产品价格高于大部分中低端产品。

表 20：各类烘焙食品油脂成本占比计算

	成本/售价	原材料成本/总成本	油脂成本/原材料成本	油脂成本/售价
面包	60%	60%	15%	5.4%
蛋糕	35%	35%	12%	1.5%
糕点	60%	50%	45%	13.5%

资料来源：申万宏源研究

表 21：烘焙油脂市场规模测算（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
面包油脂	14.4	15.9	17.9	19.8	21.7	22.9
蛋糕油脂	9.6	10.8	11.8	13.0	14.2	14.3
糕点油脂	76.7	86.6	96.9	108.9	120.7	126.3
烘焙油脂市场规模	100.7	113.3	126.5	141.7	156.6	163.5

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

5. 关键结论与投资建议

表 22：烘焙产业链各环节投资机会总结

烘焙产业链环节	行业属性	20 年市场规模 (亿元)	预计未来五年 CAGR	中长期展望
上游				
奶油	产品偏同质化，竞争激烈	77-104	10%-12%	参与者基本享受于行业的β红利，较难获取α增长，新式茶饮带来对奶油原料增量需求
烘焙油脂	产品偏同质化，竞争激烈	164	3%-5%	油脂巨头及专业化企业共存，参与者采取差异化竞争策略（价格竞争/服务赋能）
中游				
冷冻面团	导入期迈入快速成长期，区域型企业竞争为主，低端产品竞争激烈，产品创新带来高附加值	46	31%	烘焙产业链增速最快的环节
下游				
包装短保	稳健成长期，北方市场更加成熟，南方逐步渗透，渠道精细化运作要求高	163	10%	稳健成长类型，消费习惯慢慢培育，桃李采取稳扎稳打策略
包装中长保	面临产品及品牌老化，电商中保历经快速爆发，定位于下沉市场及价格敏感度高的群体	488	1%	份额或将下滑
烘焙饼店	总体容量增长有限，品牌间分化，模式难集中/跨区域扩张，单店模型及公司盈利近年承压	1229	3%	自身经历转型期，品牌间分化，盈利模型差的饼屋仍在出清阶段
其他现烤类（包括商超烘焙区）	疫情之下异军突起，产品主打物美价廉路线，由冷冻面团供应商及 KA 共同研发产品	479	12%	快速爆发

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

表 23：烘焙产业链各环节投资机会总结（续表）

烘焙产业链环节	竞争要素	做大做强潜力	相关公司
上游			
奶油	成本控制力、原料掌控力	较难	海融科技、立高食品、南侨食品
烘焙油脂	成本控制力、原料掌控力	较难	南侨食品、益海嘉里
中游			
冷冻面团	产能渠道、大单品策略、研发硬实力及终端服务软实力不可或缺	有潜力，立高现阶段占优，生产工业化及研发创新推动，本质仍为 B 端企业，海外有大体量公司	立高食品、南侨食品
下游			
包装短保	生意模式相对艰辛，壁垒体现在渠道端把控力，以及供应链前端到后端的全面领先	行业目前尚小，桃李份额绝对领先，终局取决于包装类消费习惯培育，海外有大体量公司	桃李面包、达利
包装中长保	过去为渠道品牌时代，面临产品老化、不符合消费升级趋势，未来关注产品创新	进入壁垒低，难集中	达利
烘焙饼店	门店拓展同时要求保证品控，考验品牌端	难	好利来等（非上市标的）

推新能力及门店运营能力

其他现烤类（包括商超烘焙区）

大单品的持续打造，提供优质中价产品 天花板取决于零售商自身的门店拓展

资料来源：申万宏源研究

中短期来看，冷冻面团环节有望迎来爆发式增长阶段，建议关注产业当下投资机会。

我们认为，立高食品在产能建设、单品运营思路、渠道网络布局、团队竞争力上均领先于同行，具备先发优势。上市后公司资金实力进一步提升，且产能规划快于南侨或其他非上市的区域型竞品公司。相较于一般大众食品，冷冻面团行业准入门槛较高，行业属性决定了企业具备做大做强的潜力。参考海外成熟市场的发展路径，同样有深耕冷冻烘焙半成品领域，并走出大体量公司的案例，瑞士 Aryzta 公司 20 财年实现营收 29.3 亿欧元；同样，美国食品巨头 General Mills 冷冻烘焙食品业务 20 财年实现营收 18.0 亿美元。

由于产能和渠道网络的布局需要一定的建设时间，冷冻面团生产设备通常采购西欧等海外国家，从预定到安装调试、再到批量生产需要较长的时间周期，因此，预计立高整体可享受 3 年左右的时间窗口期。上市企业中对标来看，立高、南侨二者定位差异非常大，战略思路类似于拼多多、京东之间的竞争，立高的竞争策略是优先做大规模、保持稳定的盈利能力，获取下游客户美誉度并挤压竞争对手生存空间；而南侨倾向于丹麦类/起酥类的高毛利产品的布局，定位中高端，以丰富的产品矩阵获取更高的产品溢价并强化客户粘性。二者竞争维度本质上重合度并不高。烘焙品行业整体的 sku 众多，因此仅部分长尾单品的工业化生产即可为 B 端冷冻面团公司释放较大市场空间。

中长期来看，短保包装面包环节的投资机会依然方兴未艾，是可望能实现长期稳健复合增长的环节之一，建议关注桃李面包，把握中长期左侧布局时点。短期来看，由于疫情后大众消费品的需求复苏较为缓慢，叠加桃李面包 20 年的高利润基数压力，建议理性放低全年预期，但随着需求复苏，叠加新产能的陆续释放带来新市场的拓展空间，公司有望逐步恢复至稳健增长态势。短保品牌全国化难度大，龙头优势一旦形成难以复制。桃李在全国工厂布局、供应链效率与渠道方面已建立领先优势，行业具备显著马太效应。先发优势下，桃李率先跑通从前端工厂到后端销售的正循环，盈利能力远好于竞品。达利的入局及其表现已验证行业具备显著护城河。

6. 风险提示

(1) 行业竞争加剧风险：烘焙需求的持续旺盛可能吸引外部资本进入，导致行业加速产能扩建，参与者所面临的市场竞争或将加剧，若行业发起价格战可能导致参与者盈利能力受损，或市场份额下滑的风险。

(2) 原材料价格波动风险：烘焙食品生产型企业的直接材料成本占比较高，主要原材料为油脂、糖类、面粉等大宗农产品原材料，其价格波动将会影响公司产品的毛利率和经营利润，若公司无法转嫁成本波动压力，可能对公司未来业绩产生较大影响。

(3) 食品安全的风险问题：由于公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，一旦公司及客户有所疏忽，可能引发食品安全问题。尽管国家不断强化食品安全方面的监管，但食品行业分支众多，企业数量庞大，难免存在部分企业不规范运作的情况，若某个食品子行业的个别企业发生严重食品安全事故，也将可能给整个烘焙食品行业经营发展造成负面影响。

表 24：行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	2021-07-28		PB	预测 EPS					PE		
		收盘价(元)	总市值 (亿元)		2020A	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603866.SH	桃李面包	27.93	266	5.87	1.30	0.97	1.12	1.33	29	25	21	
300915.SZ	海融科技	51.40	46	3.55	1.45	1.66	2.22	2.98	31	23	17	
605339.SH	南侨食品	32.10	136	4.48	0.90	0.94	1.10	1.34	34	29	24	
300973.SZ	立高食品	123.46	209	11.97	1.83	1.88	2.53	3.40	66	49	36	

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：桃李面包盈利预测来自申万宏源研究，海融科技、南侨食品和立高食品盈利预测均来自 Wind 一致预期。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。