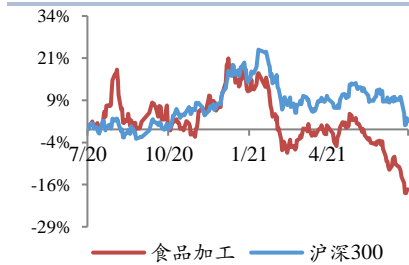


烘焙：工业化提速，催生产业链新机遇

行业评级：增持

报告日期：2021-07-31

行业指数与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：陆金鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

相关报告

主要观点：

● **摘要：**（1）烘焙食品作为“舶来品”正经历高速增长，强劲而多元的需求给供应链各环节带来成长机遇，涌现了包装产品如达利园、桃李，烘焙店如美食达人（85℃）、元祖、克莉丝汀，冷冻烘焙如立高，原料如安琪、南侨、海融、爱普等。（2）受益行业较高景气，烘焙各细分赛道的 ROE 均处于较高水平。其中 B 端酵母、奶油、冷冻烘焙可达 20% 以上，高回报或来自高份额的定价权，或来自差异化的高毛利。基础原料同质化较高，集中度加速提升，烘焙油脂和面粉 ROE 中枢分别在 15%、12% 左右。C 端的烘焙门店和短保受制于店铺和物流成本，ROE 则在 15%-20% 区间。（3）C 端中央工厂+批发模式效率致胜，规模效应显现，龙头享受集中度提升红利；门店模式成本居高不下，难以出现全国化品牌，但聚焦中后台产品供应和管理输出的中央工厂+加盟模式值得借鉴。（4）B 端企业在烘焙供应链中的地位有望提升，发展空间值得关注。一方面，C 端业态消费者体验的提升，将更多源于 B 端的创新。另一方面，随着信息基础设施的完善，B 端的竞争优势不仅体现在内部改进，而是逐步越过 C 端客户，直接由消费者的使用及诉求来驱动业务发展。

● **烘焙零售+餐饮 3000 亿规模，增速保持 10%。**

我国烘焙产品零售额接近 2,400 亿，增速常年保持 10% 以上。“烘焙+饮品”组合兴起，烘焙餐饮消费规模至少 800 亿。

● **C 端：通路模式更优，短保赛道仍具潜力。**

短保烘焙市场规模 200 亿，凭借新鲜健康优势部分替代中长保。短保 CR3 已达 55%，桃李市占率 41%，龙头有望享受市场增长红利。烘焙门店业态规模 1,700 亿，大而分散，受制于店面成本快速上升，连锁店特别是直营店模式不具备规模效应。通过改进的特许加盟模式，巴黎贝甜扮演品牌运营、产品供应、管理输出角色，无需承担开店的资金压力，扩张路径值得借鉴。

● **冷冻烘焙：确定性前景，高成长可期**

冷冻烘焙将烘焙店从手工制作中解放，极大拓宽了新鲜烘焙食品的消费场景，在欧盟和北美已是 150 亿欧元以上的大市场。我国目前市场规模仅 120 亿，保守增速 15%，竞争格局分散，龙头成长前景确定。

● **B 端：基础原料格局稳定，复合原料创新空间大**

（1）烘焙面粉和油脂的收入规模 230 亿、340 亿，CR3 31%、40%。行业竞争格局基本确定，头部企业具备资源和规模优势，同时作为大宗产品中的高毛利品类，行业集中度有望持续上升。（2）奶油、水果制品收入规模 190 亿、126 亿。配方、工艺存在差异化可能性，客户粘性较强，消费升级趋势推动行业量价齐升。（3）巧克力、香精香料规模不到 20 亿，国内企业崛起，加大研发创新与产能释放力度，与国际巨头开展竞争。（4）酵母国内寡头竞争格局稳定，头部企业强者恒强，持续受益下游烘焙旺盛需求。

● 投资建议

烘焙西风东渐，产业链工业化提速，建议中长期关注四条主线：

（1）选择处于确定性成长赛道、乘势而上收获量利高增长的公司，推荐立高食品、桃李面包；（2）选择传统主业稳定，抓住二次增长机遇的公司，建议关注积极介入工业巧克力和果酱业务的爱普股份；（3）选择初步确立市场地位、通过建设全面方案能力拓展渠道的公司，建议关注以烘焙油脂和奶油为基础加速多元化布局的南侨食品、海融科技；（4）选择龙头地位稳固，长期受益下游烘焙景气的安琪酵母。

● 风险提示

（1）疫情持续发酵：宏观经济下行影响到大众消费的复苏，持续抑制消费需求；（2）食品安全风险：负面安全事故或将对行业需求及企业发展造成严重打击。

正文目录

一、需求强劲催生供应链新机遇.....	6
二、烘焙零售+餐饮 3000 亿规模，增速保持 10%.....	9
三、C 端：通路模式更优，短保赛道仍具潜力.....	11
3.1 短保消费渗透率提升，龙头领先优势突出.....	11
3.2 门店市场大却分散，特许加盟模式值得借鉴.....	12
四、冷冻烘焙：确定性前景，高成长可期.....	15
五、B 端：基础原料格局稳定，复合原料创新空间大.....	21
5.1 烘焙面粉、油脂：大宗产品中的高毛利品类.....	22
5.2 奶油、水果制品初具规模，消费升级推动量价向上.....	24
5.3 巧克力、香精香料国产崛起，酵母需求稳定增长.....	26
六、投资机会.....	29
6.1 立高食品：卡位冷冻烘焙高潜赛道.....	29
6.2 爱普股份：香精香料、食品配料双轮驱动.....	30
6.3 南侨食品：烘焙油脂为核心均衡发展.....	31
6.4 海融科技：深耕植脂奶油，引领行业潮流.....	32
6.5 桃李面包：专注短保赛道，推进全国化布局.....	33
6.6 安琪酵母：酵母龙头持续受益烘焙景气.....	33
风险提示：.....	34

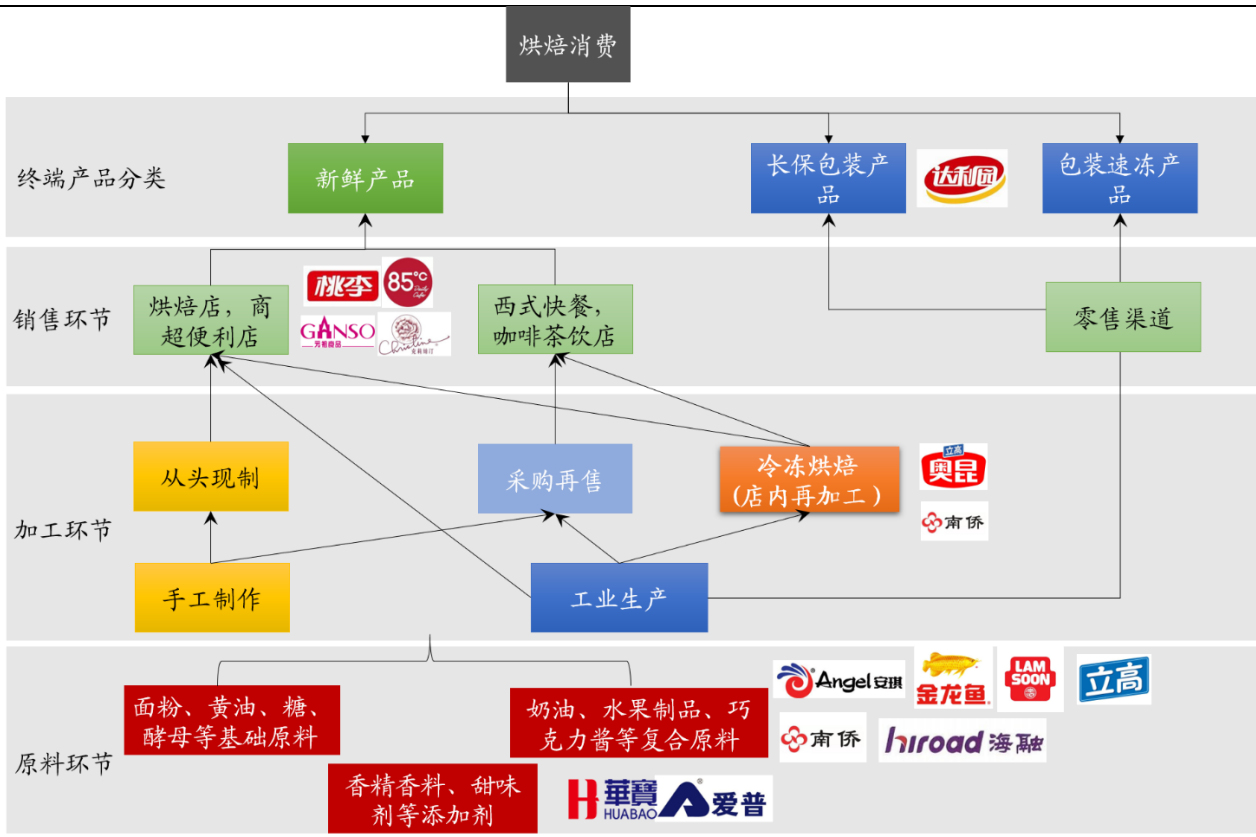
图表目录

图表 1 烘焙供应链示意图.....	6
图表 2 我国烘焙 B 端业务的收入规模、增速及毛利（2020 年）.....	7
图表 3 我国烘焙 C 端业态的收入规模、增速及毛利（2020 年）.....	8
图表 4 各业务集中度和 ROE 比较.....	8
图表 5 我国烘焙食品零售额长期保持 10% 增长（百万元）.....	9
图表 6 烘焙食品增速量价拆分.....	9
图表 7 中国大陆人均烘焙年消费量仍有提升空间（千克，2020 年）.....	10
图表 8 烘焙+饮品模式盛行.....	10
图表 9 西式快餐店零售额增长（亿元）.....	11
图表 10 咖啡茶饮店零售额增长（亿元）.....	11
图表 11 烘焙零售产品拆分（亿元）.....	11
图表 12 主营长保产品的达利园品牌市场份额逐步下滑（%）.....	12
图表 13 短保前三品牌市场份额超过 50%（2020 年）.....	12
图表 14 日本家庭面包消费占比持续提升.....	12
图表 15 烘焙店是我国烘焙零售的主要渠道（2020 年）.....	13
图表 16 我国烘焙店数量基本稳定（万家）.....	13
图表 17 各线城市烘焙店平均客单价（元）.....	13
图表 18 烘焙门店低增速、高毛利、低净利.....	14
图表 19 克莉丝汀业务不断收缩.....	14
图表 20 韩国烘焙店集中度较高.....	14
图表 21 巴黎贝甜的特许加盟模式.....	15
图表 22 巴黎贝甜中国门店数增速放缓.....	15
图表 23 巴黎贝甜中国业务持续亏损（亿韩元）.....	15
图表 24 冷冻面团分类.....	16
图表 25 烘焙店单店模型.....	16
图表 26 冷冻烘焙替代比例与烘焙店净利率测算.....	17
图表 27 欧盟冷冻烘焙正对手工制作形成替代（万吨）.....	17
图表 28 欧盟冷冻烘焙产品在烘焙整体中数量占比或达 22%.....	18
图表 29 欧盟不同终端对冷冻烘焙需求结构不同.....	18
图表 30 北美冷冻烘焙竞争格局（2017 年）.....	19
图表 31 欧盟冷冻烘焙竞争格局（2017 年）.....	19
图表 32 冷冻烘焙主要客户.....	19
图表 33 我国冷冻烘焙行业规模测算.....	20
图表 34 国内冷冻烘焙食品主要企业.....	20
图表 35 烘焙原料分类.....	21
图表 36 烘焙原料消费量比例.....	22
图表 37 烘焙面粉消费量持续增加（万吨）.....	22
图表 38 面粉细分行业毛利率.....	23
图表 39 饼屋烘焙面粉 CR3 31%.....	23
图表 40 工业烘焙面粉 CR3 29%.....	23
图表 41 烘焙油脂需求量不断增长（万吨）.....	24

图表 42 国内主要烘焙油脂企业产能 (万吨)	24
图表 43 油脂细分行业毛利率	24
图表 44 棕榈仁油等原材料在我国烘焙食品的消耗量 (万吨)	25
图表 45 奶油和水果制品市场规模测算	25
图表 46 国内主要奶油企业销售额对比 (亿元, 2020 年)	26
图表 47 我国工业巧克力头部企业产能 (万吨)	26
图表 48 我国香精香料市场较快增长 (亿元)	27
图表 49 全球香精香料消费占比	27
图表 50 我国香精香料头部企业收入 (2020 年, 亿元)	27
图表 51 我国面包零售销量 (万吨)	28
图表 52 我国酵母产能 CR3 达到 80% (2018)	28
图表 53 公司营收保持较快增长 (亿元)	29
图表 54 公司归母净利润快速增长 (亿元)	29
图表 55 冷冻烘焙食品销售收入占比超过 50%	29
图表 56 公司营收以及归母净利润变化 (亿元)	30
图表 57 公司净利率和毛利率变化	30
图表 58 公司营收业务构成 (2020 年)	30
图表 59 公司营收以及归母净利润变化	31
图表 60 公司净利率和毛利率变化	31
图表 61 公司营收业务构成 (2020 年)	31
图表 62 公司营收以及归母净利润变化 (亿元)	32
图表 63 公司净利率和毛利率变化	32
图表 64 公司营收业务构成 (2020 年)	32
图表 65 公司营收以及归母净利润变化 (亿元)	33
图表 66 公司毛利率和净利率变化	33
图表 67 公司营收以及归母净利润变化 (亿元)	33
图表 68 公司毛利率和净利率变化	33
图表 69 公司营收业务构成 (2020 年)	34

一、需求强劲催生供应链新机遇

图表 1 烘焙供应链示意图



资料来源: Gira, 华安证券研究所

终端烘焙产品按照新鲜程度可以分为新鲜产品、长保包装产品和包装速冻产品。后者均由工业生产，通过零售渠道触达消费者。新鲜产品除在商超货架上销售外，更多通过烘焙门店、快餐厅、咖啡茶饮店面向消费者，具备更为丰富的体验属性。

在加工环节，供应方式分为手工制作和工业生产两大类，例如中央工厂生产的短保面包、烘焙店前店后厨制作的烘焙食品等。工业生产的包装产品口感上逊色于饼店现制，但在成本控制、标准化等方面具有优势。冷冻烘焙工艺的出现实现了烘焙产品的新鲜体验与生产效率的平衡，将部分生产环节集中在工厂完成，减轻终端繁复操作和高昂投入的压力。

供应链上游可分为面粉、油脂、酵母等基础原料，奶油、水果制品、巧克力等复合原料，以及香精香料、甜味剂等添加剂。

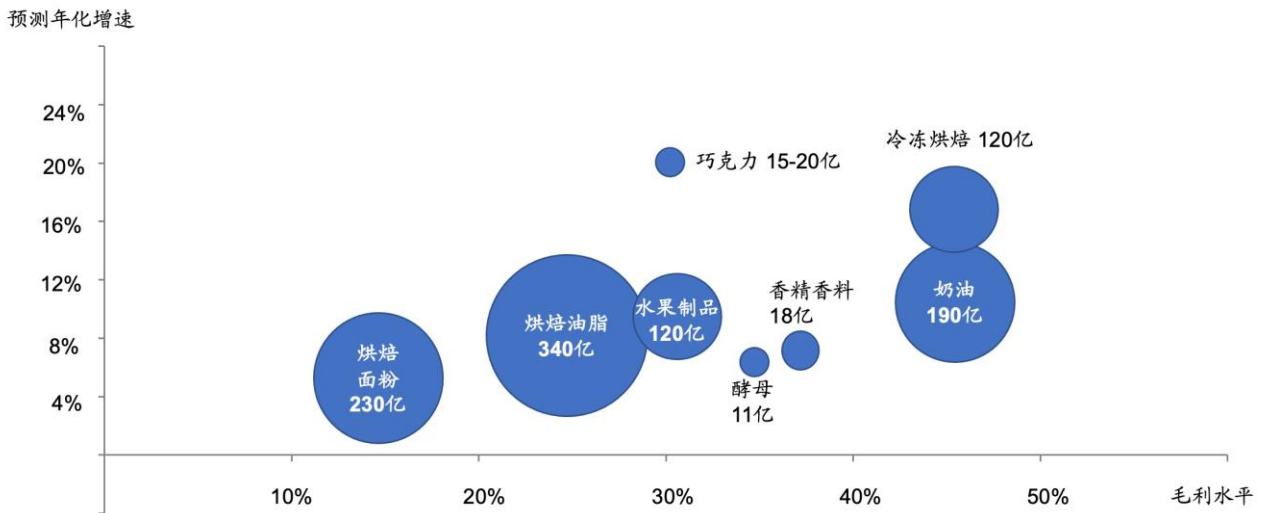
随着我国烘焙消费市场快速扩容，越来越多的 C 端和 B 端公司进入二级市场。包装产品如达利园、桃李，烘焙店如美食达人（85°C）、元祖、克莉丝汀，冷冻烘焙如立高，及上游供应各类原料的金龙鱼、南顺、安琪、南侨、海融、爱普等。

B 端企业在烘焙供应链中的地位有望提升，发展空间值得关注。一方面，C 端业态消费者体验的提升，将更多源于 B 端的创新。另一方面，随着信息基础设施的完善，B 端的竞争优势不仅体现在内部改进，而是逐步越过 C 端客户，直接由消费者的使用及诉求来驱动业务发展。

C 端中央工厂+批发模式效率致胜，规模效应显现，龙头享受集中度提升红利；门店模式侧重体验，但直营成本居高不下，难以出现全国化品牌，但看好中央工厂+加盟模式，聚焦中后台的产品供应和管理输出。

烘焙 B 端业务：冷冻烘焙综合最优。（1）基础原料规模最大，烘焙油脂（340 亿），烘焙面粉（230 亿）。奶油包含植脂奶油、含乳植脂奶油，稀奶油、蛋挞液等，广泛用于面包夹心、蛋糕夹层、裱花等，规模可达 190 亿。冷冻烘焙、水果制品均是对现用现制的工业化替代，规模目前 120 亿左右。巧克力、香精香料、酵母等添加量较小，规模在 10-20 亿之间。（2）工业巧克力下游需求旺盛，增速最快（20%），其次是冷冻烘焙（15%+）、奶油（12%），其他业务增速与行业增速接近（8%-10%）。（3）复合原料毛利水平整体高于基础原料。冷冻烘焙和奶油毛利在 40%-50%之间，其次是香精香料、酵母（30%-40%），烘焙面粉最低，15%左右。

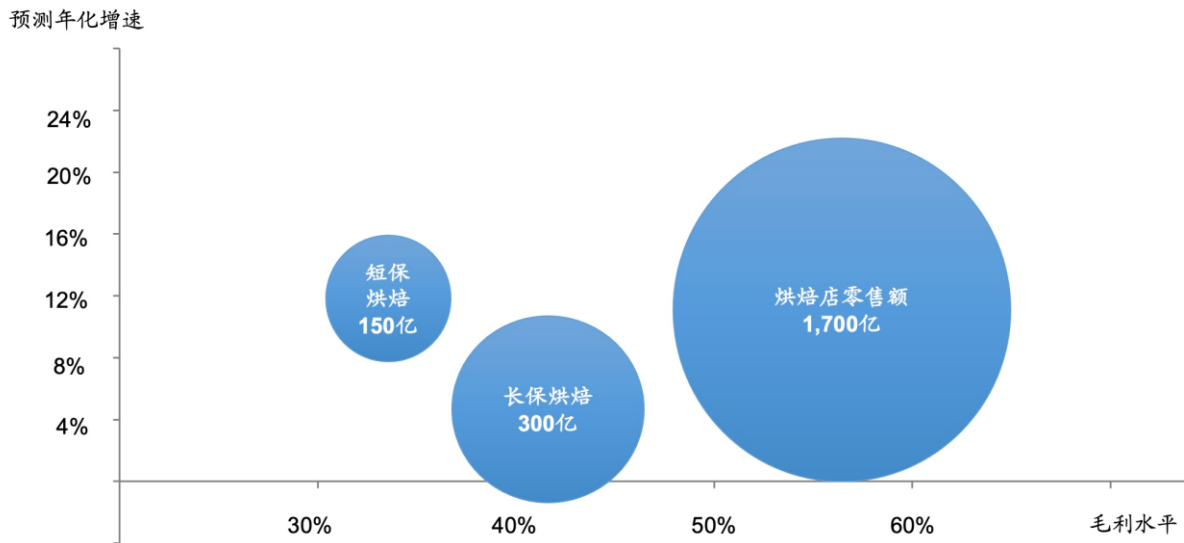
图 2 我国烘焙 B 端业务的收入规模、增速及毛利（2020 年）



资料来源：欧睿，公司公告，华安证券研究所

烘焙 C 端业态：短保烘焙成长性最佳。我国烘焙店业态占据零售主体，规模约 1,700 亿，但门店复制难度较大，难以形成规模效应，高毛利往往被高费用侵蚀。包装烘焙产品收入规模合计 450 亿，短保烘焙约占 1/3，口感接近现制，符合消费趋势，增速可达 12%以上，明显快于长保市场。不过，短保需要保证高频配送，物流费用影响毛利表现。

图表 3 我国烘焙 C 端业态的收入规模、增速及毛利（2020 年）

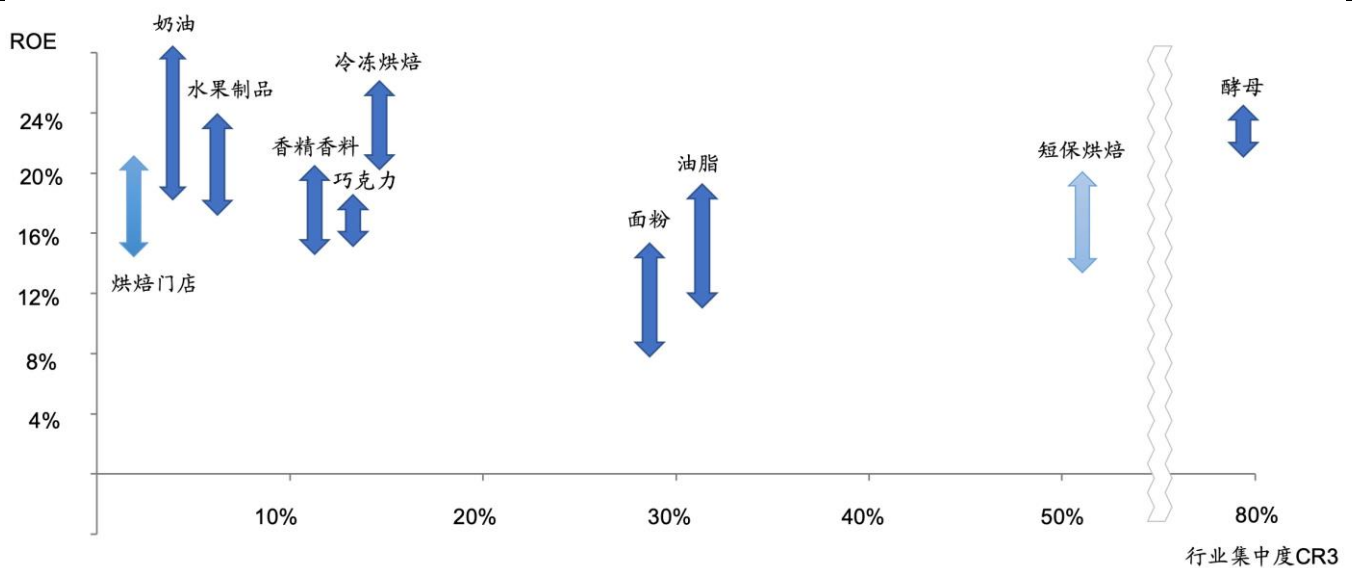


资料来源：欧睿，公司公告，华安证券研究所

行业集中程度与规模和产品简并程度两方面因素有关。规模越小，主流产品占比越高，则集中度往往越高。例如，酵母行业集中度最高，安琪、乐斯福、英联马利形成寡头垄断格局。其次是短保烘焙，桃李、宾堡（曼可顿）、嘉顿三家市占率已超 50%。油脂、面粉 CR3 均在 30%左右，其余业务市场均较分散，特别是烘焙门店，头部品牌门店数份额不到 1%。

受益行业较高景气，烘焙各细分赛道的 ROE 均处于较高水平。其中 B 端酵母、奶油、冷冻烘焙可达 20%以上，高回报或来自高份额的定价权，或来自差异化的高毛利。基础原料同质化较高，集中度加速提升，烘焙油脂和面粉 ROE 中枢分别在 15%、12%左右。C 端的烘焙门店和短保受制于店铺和物流成本，ROE 则在 15%-20%区间。

图表 4 各业务集中度和 ROE 比较

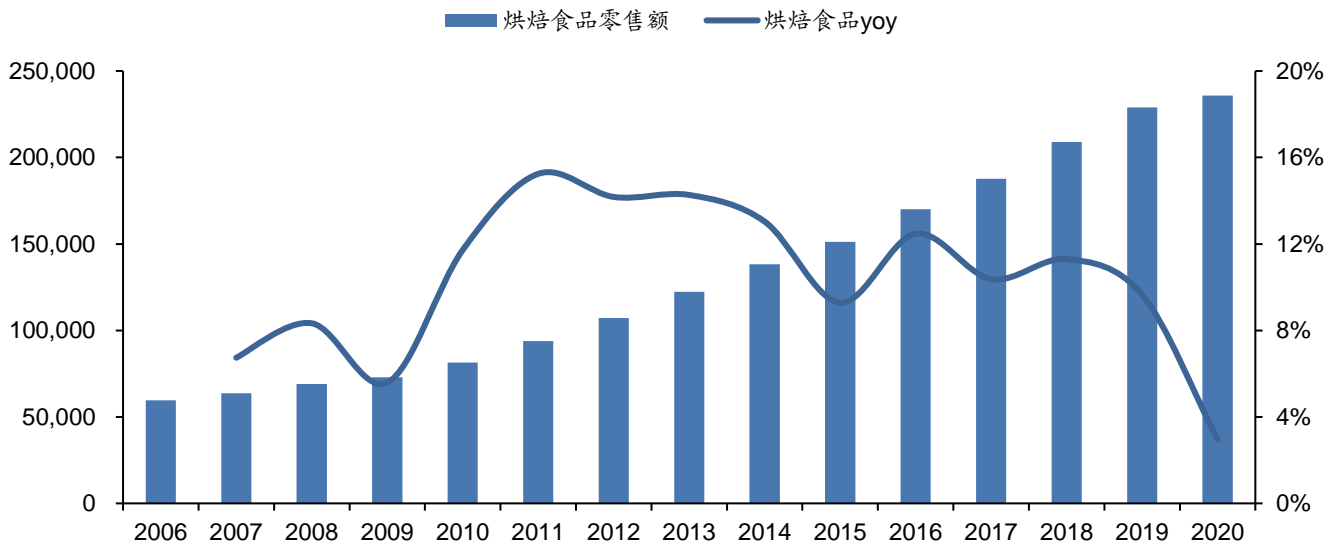


资料来源：公司公告，华安证券研究所

二、烘焙零售+餐饮 3000 亿规模，增速保持 10%

我国烘焙零售市场快速成长。烘焙食品以分类面包、蛋糕、糕点和甜点四类。从规模来看，烘焙产品零售额接近 2,400 亿规模。从增速来看，烘焙整体及面包零售额常年均保持 10%以上增长。

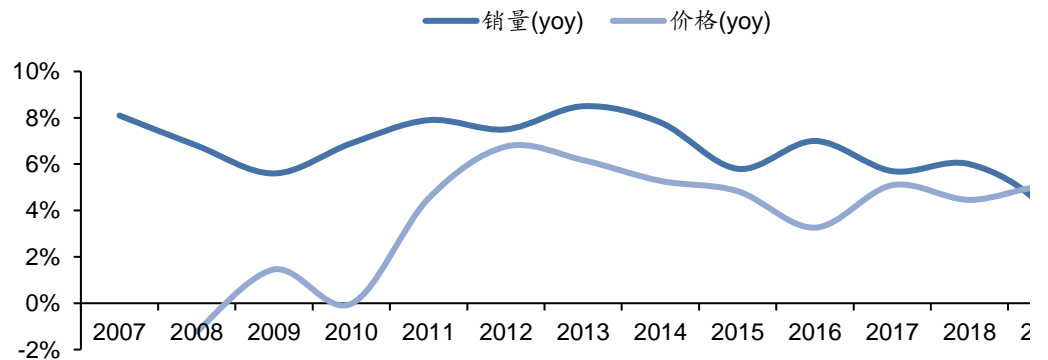
图表 5 我国烘焙食品零售额长期保持 10%增长（百万元）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

烘焙食品价格提升对于规模扩容的重要性凸显。烘焙食品零售额增长长期依赖销量拉动，但 2015 年开始销量贡献比例逐步下滑，相反价格增速则保持在 4-5% 区间。特别是 2020 年疫情严重压制烘焙消费，但终端价格仍在增长。

图表 6 烘焙食品增速量价拆分

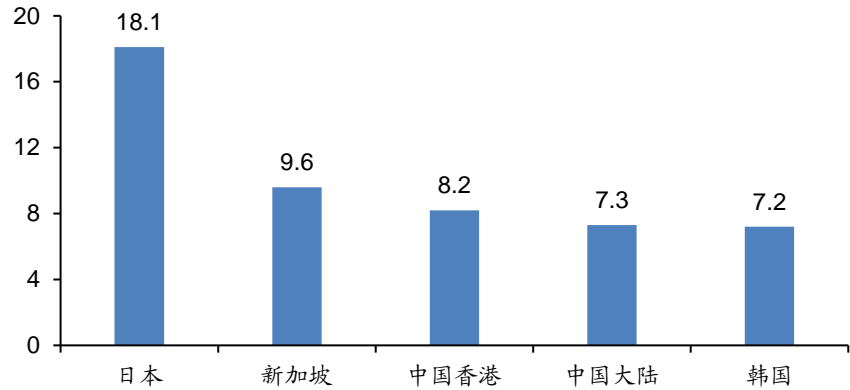


资料来源：欧睿，华安证券研究所

与饮食习惯较为接近的邻近国家或地区对比，大陆的烘焙行业的市场规模仍有较大的增长空间。大陆人均烘焙年消费 7.2 千克，与韩国接近，低于中国香港（8.2 千克）、新加坡（9.6 千克），不及日本（18.1 千克）的一半。由于我国人口基数大，人均年消费量每提升 1 千克，即可提供 140 万吨的增量空间。

我们增长驱动来自三个方面：**烘焙食品正餐化**，面包因为食用便捷成为了都市人口的早餐新宠，人们在午餐和晚餐中选择汉堡、三明治等食物的比例也在增加。**消费场景多元化**：聚会、下午茶社交、出游等休闲活动的增加为烘焙食品的消费带来了更多的场景，从而增加了购买频次。**购买渠道便捷化**：烘焙门店保持稳定，小型超市、便利店高速增长，线上销售方兴未艾。

图表 7 中国大陆人均烘焙年消费量仍有提升空间（千克，2020 年）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

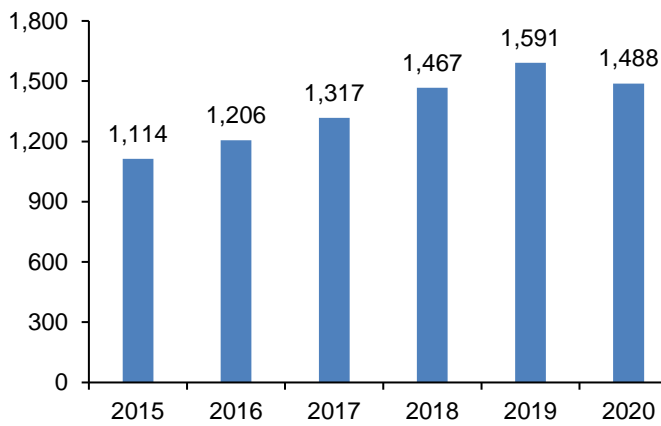
“烘焙+饮品”组合兴起，烘焙餐饮消费规模至少 800 亿。无论传统的烘焙店或饮品店，还是新兴茶饮店，均流行“烘焙+饮品”之风，目的是提供复合体验空间，迎合消费者更为多元化的需求，最终提升坪效。同时，西式快餐规模较快增长，带动以汉堡、三明治为代表的烘焙产品消费量上升。按照西式快餐和咖啡茶饮中烘焙比重 40%和 25%估算，烘焙餐饮销售额已接近 800 亿，有望保持 10%左右增速。

图表 8 烘焙+饮品模式盛行

	代表品牌	传统模式	新模式
传统烘焙店	味多美、面包新语等	以面包、蛋糕为主，仅提供少量饮品	提升饮品比重
传统咖啡店	星巴克、Costa 等	以咖啡、茶饮为主，提供少量烘焙食品	提升烘焙比重
传统茶饮店	10 天以内	仅提供茶饮	增加烘焙产品
新兴茶饮店	喜茶、奈雪的茶等	茶饮与烘焙并重，烘焙现场制作	烘焙采购半成品，节省成本

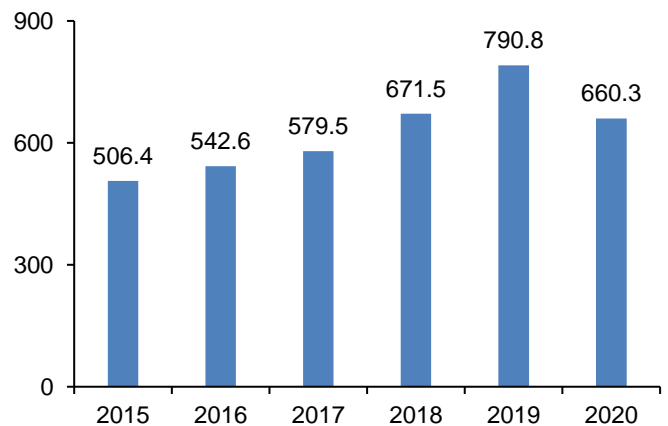
资料来源：PwC，华安证券研究所

图表 9 西式快餐店零售额增长 (亿元)



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

图表 10 咖啡茶饮店零售额增长 (亿元)



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

三、C 端: 通路模式更优, 短保赛道仍具潜力

3.1 短保消费渗透率提升, 龙头领先优势突出

包装烘焙食品零售额超过 600 亿, 约占烘焙零售额的 1/4。其中面包 179 亿, 蛋糕 217 亿, 点心 227 亿。主要受短保驱动, 包装面包和包装点心近五年增速均达到 10%左右, 与散售产品增速接近。而包装蛋糕主要是中长保, 增速不及 4%, 明显低于散售蛋糕的 8.4%。

图表 11 烘焙零售产品拆分 (亿元)

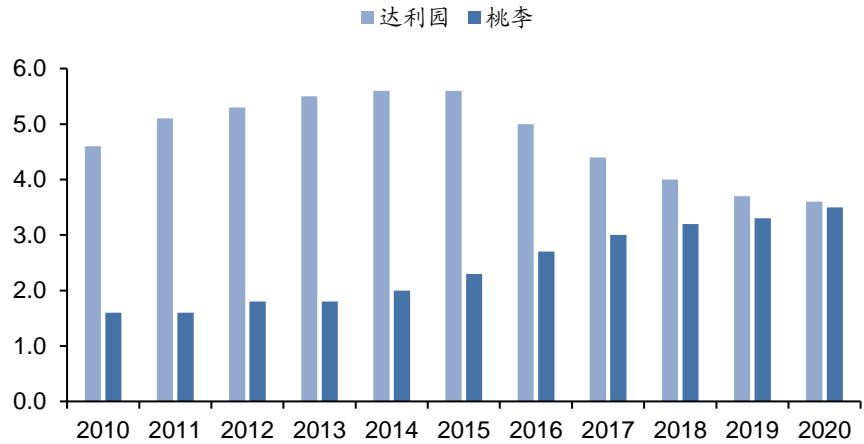
品类	2016	2017	2018	2019	2020	2016-2020 CAGR	2016-2019 CAGR
包装面包	122.8	137.3	153.0	169.0	179.2	9.9%	11.2%
散售面包	171.9	193.4	214.1	233.6	244.3	9.2%	10.8%
包装蛋糕	188.7	185.9	200.2	214.2	217.2	3.6%	4.3%
散售蛋糕	548.0	613.7	685.8	750.3	755.5	8.4%	11.0%
包装点心	153.0	170.4	192.1	214.2	227.4	10.4%	11.9%
散售点心	488.5	547.1	614.4	679.5	708.1	9.7%	11.6%
混和甜点	27.4	28.9	29.3	29.6	26.4	2.6%	-0.9%

资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

短保烘焙市场规模 200 亿, 凭借新鲜健康优势部分替代中长保。新鲜、健康、口感好是短保烘焙食品比较明显的特点, 在健康意识的兴起和消费升级的推动下, “短保”烘焙产品已成为消费热门, 在代餐主食领域逐步替代中长保产品, 作为长保烘焙代表品牌, 达利园市场份额从 2015 年达到 5.6%的最高点后逐步下滑至 2020

年的 3.6%，而短保代表品牌桃李的份额则从 2010 年的 1.0% 增长至 2020 年的 3.5%。

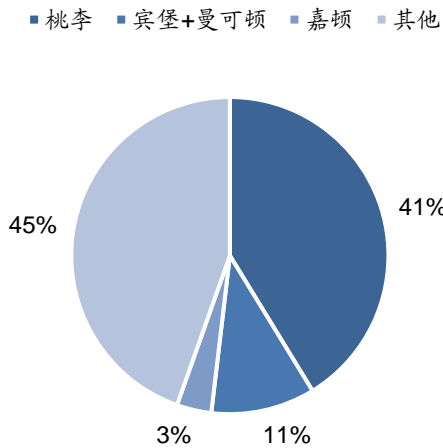
图表 12 主营长保产品的达利园品牌市场份额逐步下滑 (%)



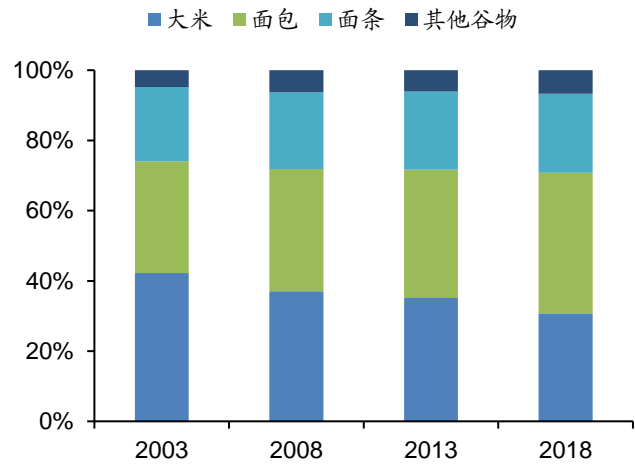
资料来源：欧睿，华安证券研究所

短保 CR3 已达 55%，龙头有望享受市场增长红利。2020 年，桃李在短保烘焙行业的份额为 41%，大幅领先宾堡+曼可顿的 11% 和嘉顿的 3%。随着西式主食消费习惯持续培育，短保市场将持续增长。以日本为例，虽然人均消费量高达 18.1kg/年，烘焙消费渗透并未止步，日本家庭主食消费中面包的比例从 2013 年 32% 的增长至 2018 年的 40%。

图表 13 短保前三品牌市场份额超过 50% (2020 年) 图表 14 日本家庭面包消费占比持续提升



资料来源：欧睿，华安证券研究所

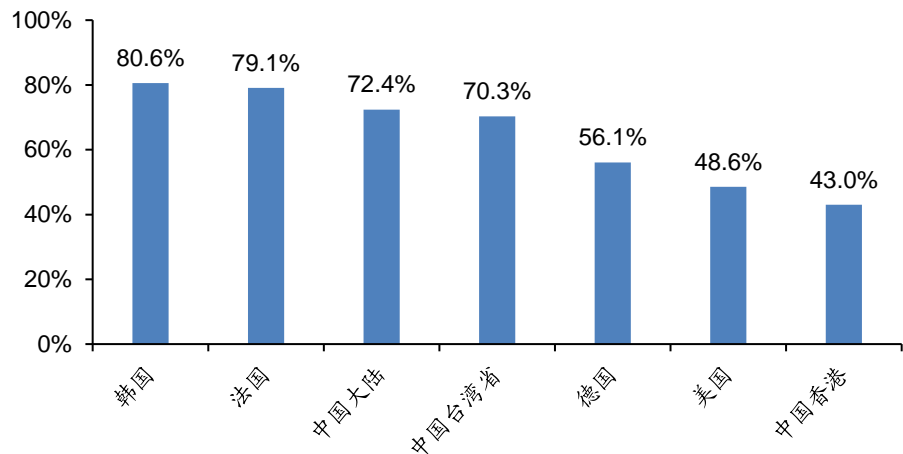


资料来源：日本总务省统计局，华安证券研究所

3.2 门店市场大却分散，特许加盟模式值得借鉴

我国烘焙店业态体量遥遥领先。烘焙店销售额在烘焙食品零售额中的占比达到 72.4%，且近五年均保持在 70% 以上，远高于包装烘焙食品，构成烘焙零售消费的主渠道。横向对比来看，仅次于韩国的法国的占比（分别为 80.6% 和 79.1%）。

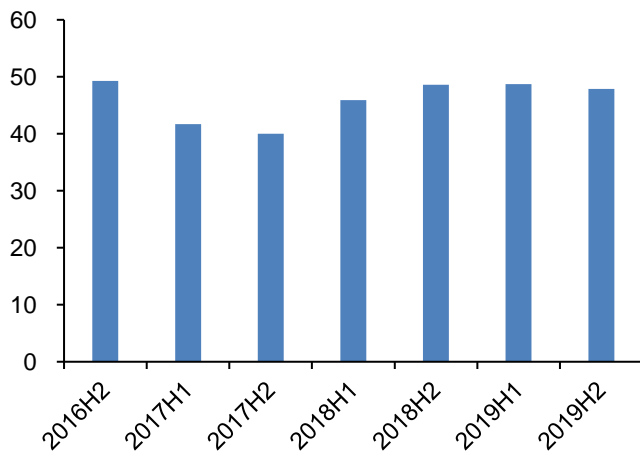
图表 15 烘焙店是我国烘焙零售的主要渠道（2020 年）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

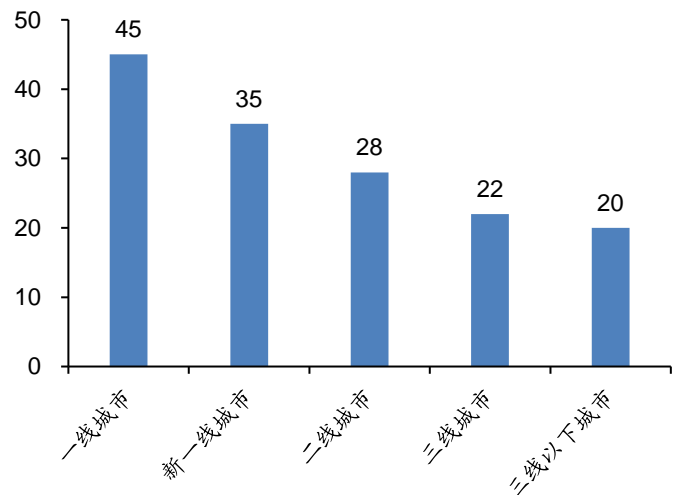
烘焙门店数量 50 万家左右，尚未出现全国连锁品牌。截至 2019 年，全国烘焙门店数量 47.9 万家，近三年除 2017 年下滑外，均维持在 50 万家水平。烘焙店更多以地区连锁和个体经营者的形式存在，行业非常分散。头部品牌好利来门店数仅 1,000 家左右。高线城市烘焙门店消费偏向高端，低线城市更注重性价比。一线、新一线等高线城市人均消费价位要明显高于三线及以下的低线城市。例如，一线城市烘焙门店人均消费均价为 45 元，是三线城市人均消费均价的两倍。

图表 16 我国烘焙店数量基本稳定（万家）



资料来源：美团点评，华安证券研究所

图表 17 各线城市烘焙店平均客单价（元）

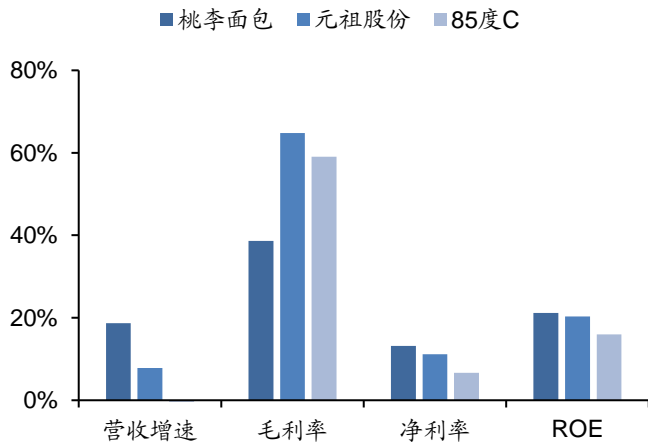


资料来源：美团点评，华安证券研究所

受制于店面成本快速上升，连锁店特别是直营店模式缺乏吸引力。连锁店模式通过产品、服务的差异化来获取溢价，产品新鲜多样，口感较好，注重消费体验。但由于人工成本及门店租金在短周期内具有“固定成本”的特性，随着人工、租金的快速增长，烘焙店扩张成本上升，经营业绩波动加剧，表现为低增长、高毛利、低净利，甚至可能出现规模增长而净利润水平下降的情况，不具有规模效应。相较而言，中央工厂+批发模式利用规模化成本优势和标准化生产工艺实现快速扩张，毛利较低，但费用较低、净利较高。例如元祖股份、85℃近五年营收增速 7.8%、-

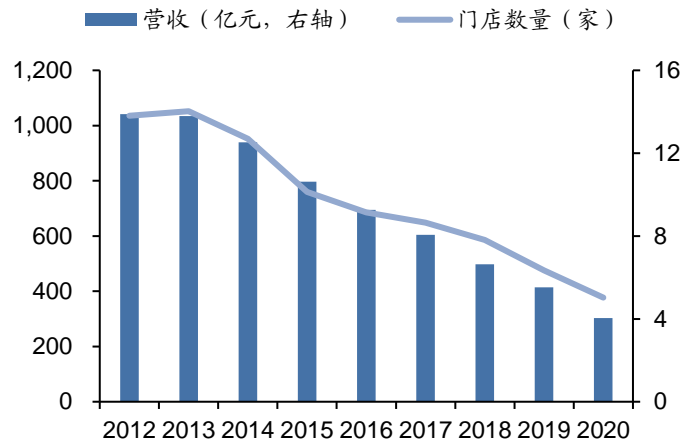
0.4%，明显落后于桃李的 18.7%。克莉斯汀营收额甚至不断下滑，期间 CAGR 为-11%，门店数量也逐年收缩。

图表 18 烘焙门店低增速、高毛利、低净利



资料来源：公司公告，华安证券研究所

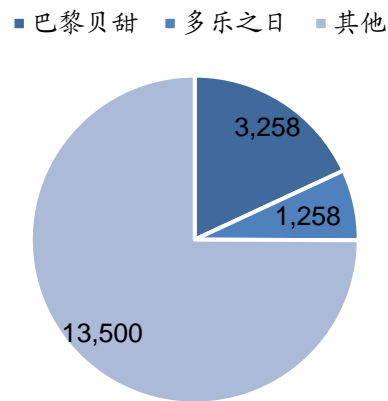
图表 19 克莉斯汀业务不断收缩



资料来源：公司公告，华安证券研究所

巴黎贝甜采用特许加盟模式，在韩国本土实现成功扩张。巴黎贝甜门店数 3,258 家，其中 3,220 家均为特许加盟店，韩国共有 18,000 余家烘焙店，占比超过 1/6。另据统计，韩国加盟模式烘焙店数量占比 30%，营业额则占比高达 55%。

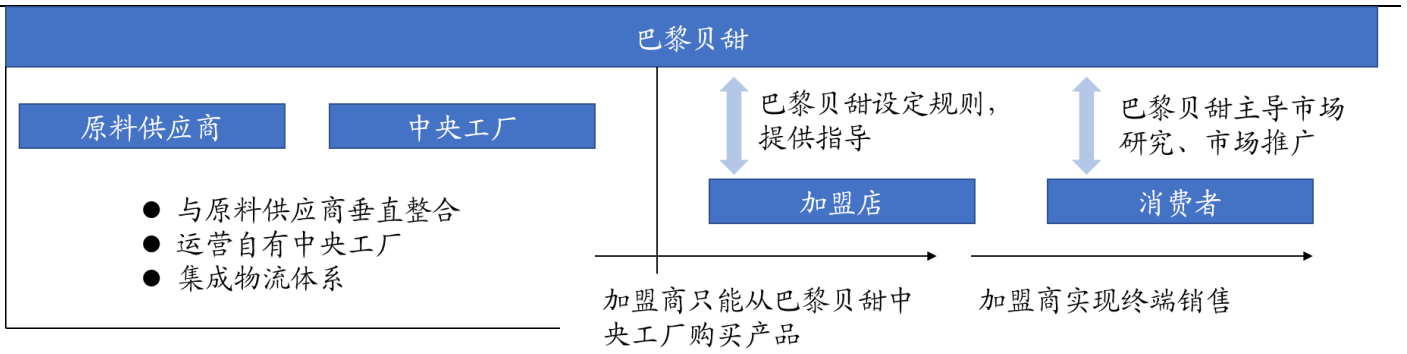
图表 20 韩国烘焙店集中度较高



资料来源：Statista，公司公告，华安证券研究所整理

通过改进的特许加盟模式，巴黎贝甜扮演品牌运营、产品供应和管理输出角色，无需承担开店的资金压力。在上游自建亚洲最大的冷冻烘焙中央工厂 SPL，并实现原料供应体系和物流体系的整合，发挥规模优势。中游向加盟店独家供应产品，并设定门店规则，收取管理费用。下游运营品牌，主导市场研究，掌握消费趋势。

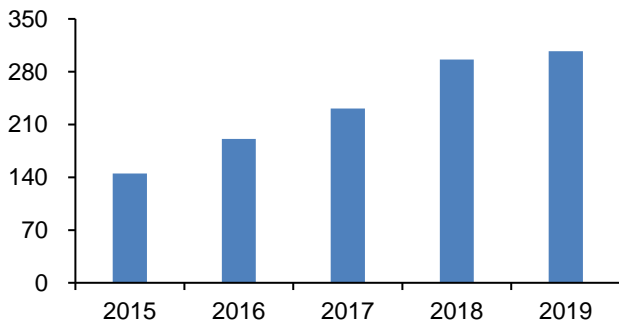
图表 21 巴黎贝甜的特许加盟模式



资料来源：华安证券研究所整理

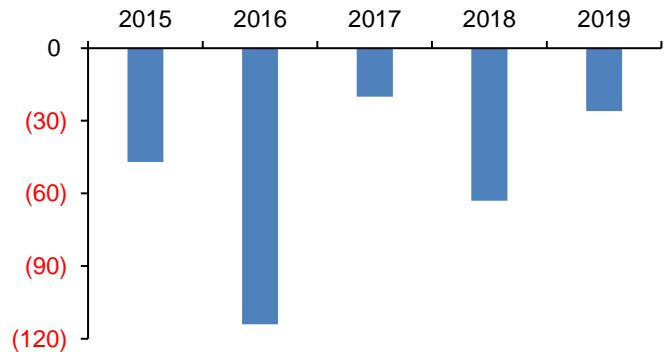
巴黎贝甜模式在中国见效较慢，门店数从 2015 年 145 家扩张至 2019 年的 307 家，业务持续亏损但亏损波动收窄。一方面中央工厂等初始投入对业绩造成影响，一方面国内烘焙原料供应、物流体系成熟度较低，同时公司还需要根据国内消费习惯调整产品组合。相反，巴黎贝甜几乎同时期进入美国，却早已实现盈利。主要由于韩美间存在自由贸易协定，冷冻面团出口美国不受高额关税限制，节省了美国本土中央工厂的建设成本。

图表 22 巴黎贝甜中国门店数增速放缓



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 巴黎贝甜中国业务持续亏损（亿韩元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

四、冷冻烘焙：确定性前景，高成长可期

按照工艺复杂程度，冷冻面团可分为预分割、预成型、预醒发、预烘烤乃至全烘烤产品。由于门店和运营费用快速上涨、技术熟练的面包师短缺，预烘烤和全烘烤产品成了过去 10 年里全球烘焙市场增长最快的产品。另一方面，预烘烤改良剂的成功开发大大缩短了预烘烤面包与现烤面包在品质上的差异。冷冻面团在工厂生产工序越多，就意味在门店的操作工序越少。冷冻预烘烤和全烘烤产品凭借成本上的巨大优势和极简的可操作性，成了当下流行的选择。

图表 24 冷冻面团分类

分类	工艺	特点
冷冻预分割面团	搅拌-无发酵直接分割-急速冷冻-冷冻储存配送	灵活变化多、门店需要较多工作量、对面包师技术要求较高
冷冻预成型面团	搅拌-无发酵直接分割-成型-急速冷冻-冷冻储存配	简化了店面操作流程、需要醒发后再烘烤
冷冻预醒发面团	搅拌-无发酵直接分割-成型-醒发-急速冷冻-冷冻储存配送	无需醒发，解冻后直接烘烤、减少门店操作场地和设备、对面包师技术要求更低
冷冻预烘烤全烘烤产品	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	生产过程全部在工厂完成，产品口味、造型稳定、极大降低门店人工和加工成本、只需极短时间的解冻和烘烤时间

资料来源：乐思福，华安证券研究所

传统烘焙店前店后厂，现烤现卖的模式导致各项成本居高不下：（1）需要配备齐全的烘焙生产线设备，生产区域占用面积大，造成设备投入多，店面租金高。（2）店面所需原料品种多，管理复杂度高，由于无法确定生产数量，常常造成大量多种原料浪费。（3）店面生产线长，所需员工多，有经验的面点师傅需求大，员工用工成本高。烘焙店虽然毛利率高达 60%，但扣除租金、人工后，利润率仅在 9% 左右。

图表 25 烘焙店单店模型

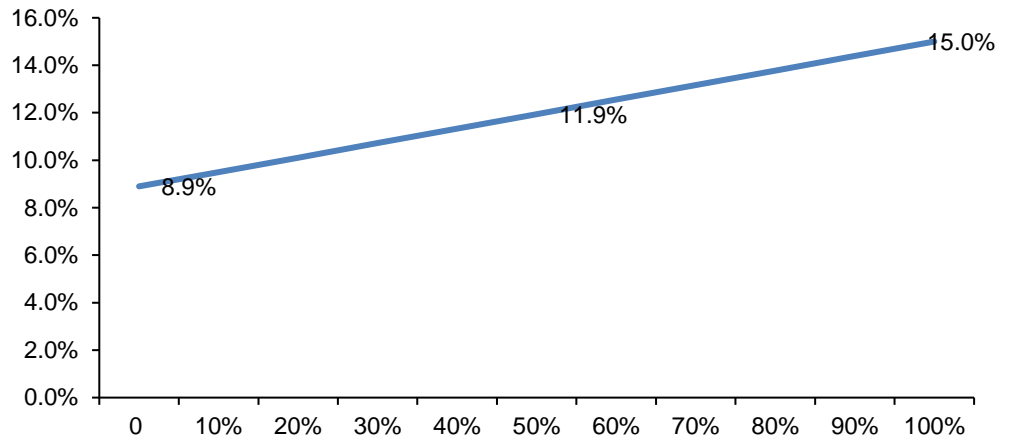
项目	测算结果与依据
月流水	27 万元/月，客单价 30 元，300 人/天
原料成本	9.5 万元/月，按照营业额 35% 估算
租金电费等	6 万元/月，100 平米门店（40 平米后厨），20 元/平/天
人员成本	9.1 万元/月，店长 1 + (烘焙师 4 + 店员 2) * 2 班，人均月薪 7,000 元
月利润	2.4 万元，利润率 8.9%

资料来源：华安证券研究所整理

冷冻烘焙食品利用自动化生产设备按照标准化流程大批量生产，可提高生产效率，降低生产成本，有效控制和管理产品质量。对于烘焙门店来说，运用冷冻面团技术后（1）减少连锁店设备投入，较少店面生产区域，扩大营业面积，减少店面

租金，增加产品展现率。(2) 店面减少人员数量，不需要大量有经验高薪的师傅驻店，工序相对简单，员工经过简单培训即可上岗。(3) 根据当天消费需求，做多少，卖多少，减少库存，减少浪费，提高利润。基于上述单店模型，我们按照冷冻烘焙采购价格上浮 50% 进行线性推算，随着替代比例不断增加，租金、烘焙师人工成本下降，单店净利率上升。理想状态下，若有一半替代，净利率达到 11.9%，若全部替代净利润则升至 15.0%。

图表 26 冷冻烘焙替代比例与烘焙店净利率测算



资料来源：华安证券研究所整理

图表 27 欧盟冷冻烘焙正对手工制作形成替代（万吨）

分类	2006	2011	2016	2021E	06/11 CAGR	11/16 CAGR	16/21E CAGR
手工制作小计	1,690.1	1,507.2	1,235.3	1,224.3	-2.3%	-2.5%	-1.6%
烘焙店手工	1,524.2	1,341.3	1,159.7	1,060.0	-2.5%	-2.9%	-1.8%
零售店手工	134.9	137.8	133.8	130.0	0.4%	-0.6%	-0.6%
其他手工	31.0	28.1	31.9	34.3	-1.9%	2.5%	1.5%
工业生产小计	2,269.0	2,466.4	2,600.2	2,711.6	1.7%	1.1%	0.8%
工业短保	748.6	743.0	738.8	733.6	-0.1%	-0.1%	-0.1%
冷冻烘焙	456.2	589.8	742.8	846.3	5.3%	4.7%	3.1%
工业长保	927.9	972.9	936.5	915.0	1.0%	-0.8%	-0.5%
包装速冻	136.4	160.7	182.1	198.7	3.3%	2.5%	1.8%
合计	3,959.2	3,973.6	3,925.5	3,935.9	0.1%	-0.2%	0.1%

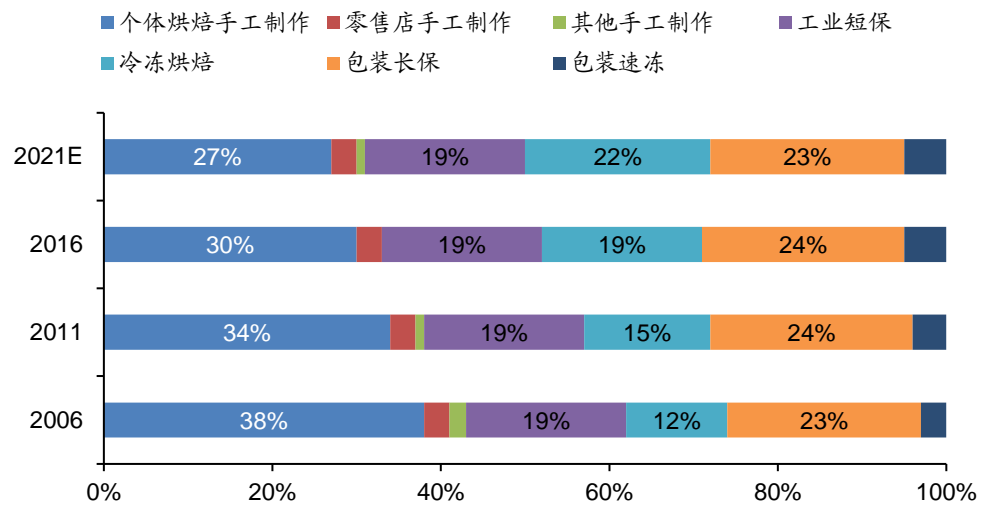
资料来源：Gira，华安证券研究所

欧盟手工制作场景冷冻烘焙替代比例超过 40%。据 Gira 预测，2021 年欧盟国家手工制作和工业生产的烘焙食品量分别达到 1,224 万吨和 2,711 万吨，各占

30%、70%。烘焙店是手工制作主体，但销量出现下滑，2021年1,060万吨。相反，受冷冻烘焙高增速拉动，工业生产保持增长。预测2021年冷冻烘焙销量846万吨，与工业短保、长保体量接近。因冷冻烘焙下游是手工制作客户，若与手工制作量合并作为分母计算，冷冻烘焙替代比例已超过40%。

欧盟冷冻烘焙销量比例快速增至22%。个体烘焙店手工制作的销量占比从2016年的38%降至2021年的27%，减少的部分份额几乎全部被冷冻烘焙食品获得。同时，工业短保、包装长保份额基本稳定，分别为19%和23%。

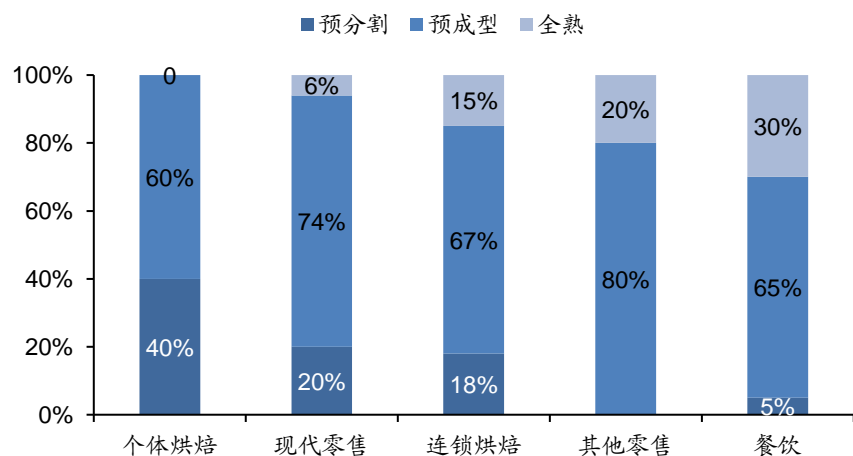
图表 28 欧盟冷冻烘焙产品在烘焙整体中数量占比或达 22%



资料来源: Gira, 华安证券研究所

冷冻烘焙产品多元化，满足不同终端需求，预成型和全熟产品适用更多场景。通常，零售渠道、快餐厅缺乏专业设备和人员，连锁烘焙自建中央工厂减少门店加工处理环节，需要更多操作简便的预成型乃至全熟产品。个体烘焙店为突出产品差异化，往往只需要简单分割的冷冻面团。

图表 29 欧盟不同终端对冷冻烘焙需求结构不同

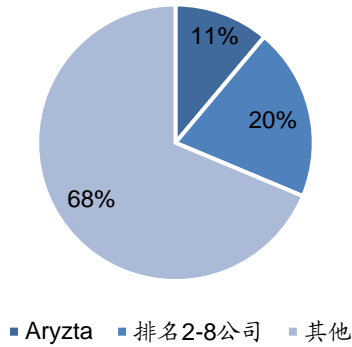


资料来源: Gira, 华安证券研究所

欧美冷冻烘焙市场巨大，头部企业占据较大份额。据 Aryzta 统计，2017 年北美和欧盟冷冻烘焙市场规模分别达到 170 亿、150 亿欧元。作为龙头公司，Aryzta 北美和欧盟份额均在 11%-12%。欧盟冷冻烘焙起步早，规模前 11 公司份额合计 67%。北美规模前 8 公司份额 31%，还有较大提升空间。

图表 30 北美冷冻烘焙竞争格局（2017 年）

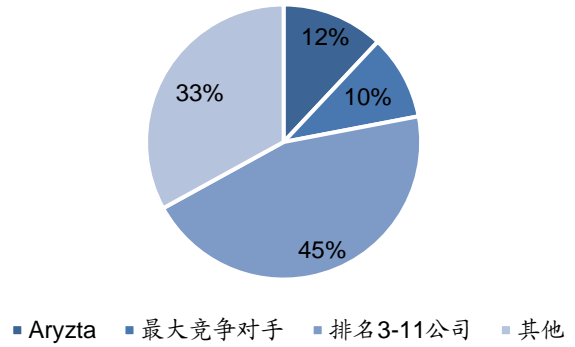
北美市场规模170亿欧元



资料来源：Aryzta，华安证券研究所

图表 31 欧盟冷冻烘焙竞争格局（2017 年）

欧盟市场规模150亿欧元。



资料来源：Aryzta，华安证券研究所

冷冻烘焙应用范围广，满足各类消费场景，拓展了烘焙食品的销售渠道。以 Aryzta 为例，其客户除了餐厅、零售商超、餐饮服务企业外，还包括线上、药店、加油站、家居建材店等。

图表 32 冷冻烘焙主要客户



资料来源：Aryzta，华安证券研究所

我们测算国内目前冷冻烘焙食品规模（厂家收入口径）约为 120 亿元，保守

估计行业增速 15%以上。其中，烘焙店（含商超设立）占比最大，2020 年约为 61.4 亿元，2023 年接近 100 亿元。西式快餐店和咖啡茶饮店的冷冻烘焙食品需求也将保持快速增长，分别从 2020 年的 49.8 亿、9.3 亿增至 2023 年的 73.6 亿和 17.4 亿元。由于基础数据缺乏，上述测算未包括酒店、团餐、线上等渠道。

图表 33 我国冷冻烘焙行业规模测算

单位： 亿元	2017	2020	2023	2017	2020	2023	2017	2020	2023
客户销售额	1,355	1,707	2,065	560	632	818	145	165	258
原料采购比例	30%	30%	30%	25%	25%	25%	28%	28%	28%
冷冻烘焙占比	10%	15%	20%	30%	35%	40%	20%	25%	30%
客户采购额	40.6	76.8	123.9	42.0	55.3	81.8	8.1	11.6	21.7
经销商利润空间		20%			10%			20%	
厂家收入规模	32.5	61.4	99.1	37.8	49.8	73.6	6.5	9.3	17.4

资料来源：欧睿，宇博咨询，百胜中国年报，奈雪的茶招股书，华安证券研究所

冷冻烘焙市场格局较为分散，立高迅速成长为行业龙头，树立示范效应，拓展行业边界。冷冻烘焙业务最早由外资企业引入，设立初衷为出口或定向服务麦当劳、肯德基、星巴克等国际连锁餐饮，如南侨食品、山东鹏程、East Balt、张家港拉普利奥、东莞黑玫瑰等，大客户需求相对固定，规模扩张并非企业经营重心。另外，伴随东南沿海烘焙消费需求兴起，山东高贝、江西鑫万来、杭州洲际、新迪嘉禾、广东元宝等是最早一批涉足冷冻烘焙的民营企业，目前销售渠道涵盖超市、烘焙店、西餐厅等，但无论从产能还是营收来看，规模均与立高有较大差距。

图表 34 国内冷冻烘焙食品主要企业

公司名称	股东背景	冷冻烘焙业务规模	渠道
立高食品	内资	产能 5.3 万吨，营收约 9 亿	烘焙、超市
南侨食品	台资	产能约 0.35 万吨，营收 1.1 亿元	超市、QSR、茶饮店等
山东鹏程	日本 Table Mark	产能 0.6 万吨	出口日韩
山东高贝	内资	产能约 3.5 万吨	烘焙、超市

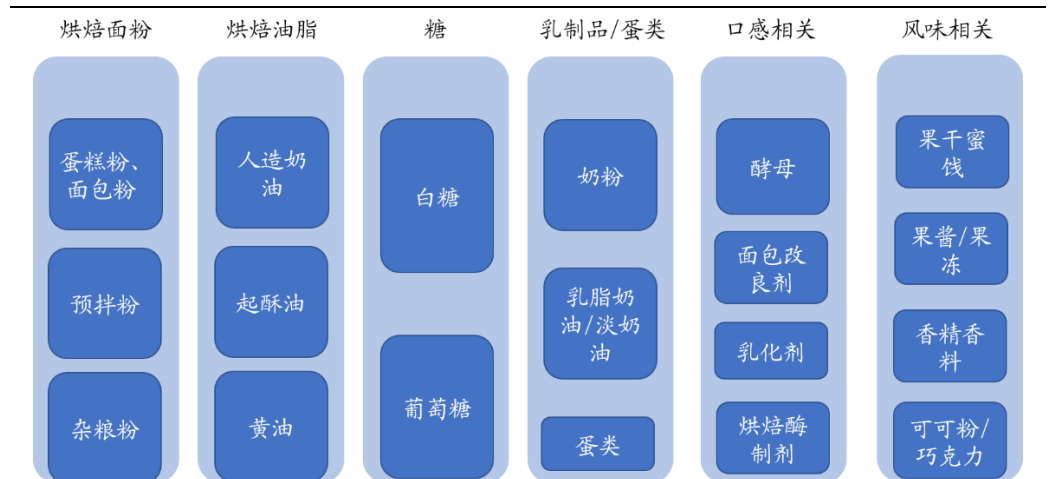
张家港拉普利奥	法资	产能约 2 万吨	超市、酒店、咖啡厅、出口
江西鑫万来	内资	营收约 3 亿元	超市、QSR、烘焙
East Balt	宾堡	营收约 3 亿元	QSR, 团餐, 出口
杭州洲际	合资	产能 4 万吨	超市、QSR、出口
浙江新迪嘉禾	内资	产能约 2 万吨	超市、QSR、烘焙、出口
广东元宝	内资	产能约 1 万吨	超市、烘焙
东莞黑玫瑰	英国 Bakkavor 与法资	产能 1.3 万吨	酒店、咖啡厅, 出口

资料来源：荷兰合作银行, 华安证券研究所

五、B 端：基础原料格局稳定，复合原料创新空间大

烘焙食品的碳水化合物、脂肪来自面粉、油脂、糖等基础原料，蛋白质来自添加的蛋类、乳制品等。除此以外，酵母、改良剂等与烘焙产品的蓬松口感相关，水果制品、香精香料、巧克力则起到增添产品风味、丰富产品种类的作用。

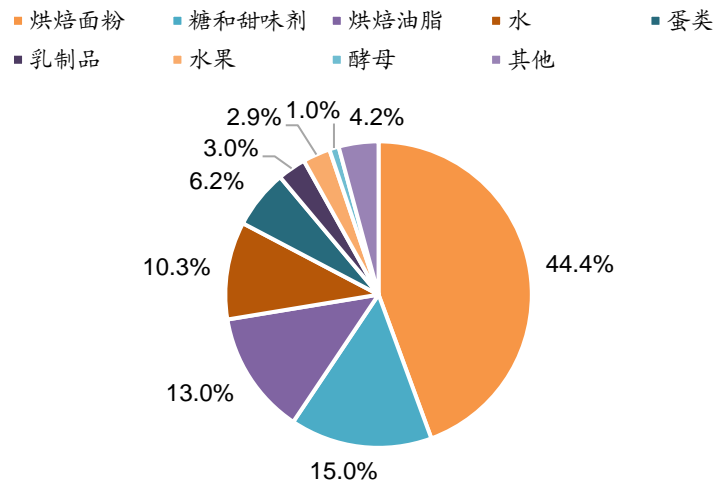
图表 35 烘焙原料分类



资料来源：华安证券研究所整理

从烘焙产品原料消耗量来看，第一大原料是面粉，占比达到 44.4%，其次是糖和甜味剂（15.0%）、油脂(13.0%)、蛋类(6.2%)、乳制品(3.0%)、水果（2.9%）等。酵母及各类添加剂占比 5%左右。

图表 36 烘焙原料消费量比例

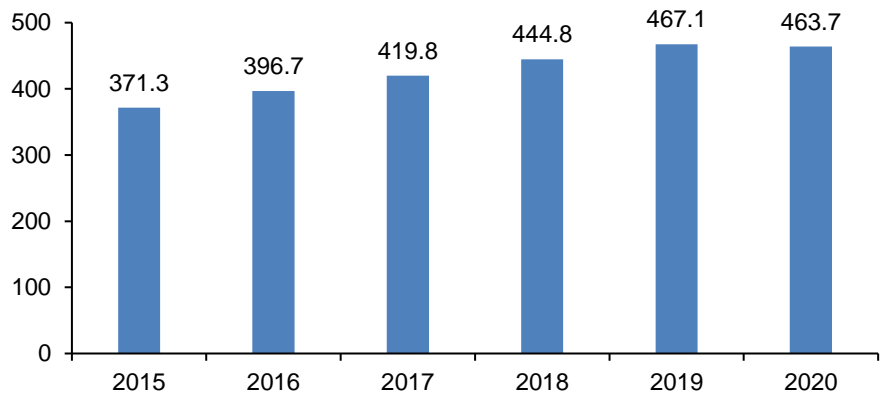


资料来源：欧睿，华安证券研究所

5.1 烘焙面粉、油脂：大宗产品中的高毛利品类

烘焙面粉市场需求较快增长，15/19 CAGR 达到 5.9%。烘焙面粉包括蛋糕低筋粉、面包高筋粉，消费量从 2015 年的 371.3 万吨增加至 2020 年的 463.7 万吨。相比而言，其他食品工业面粉则因下游需求下滑出现萎缩，方便面面粉、饼干粉 15/19 CAGR 分别为-13.3%、-3.8%。

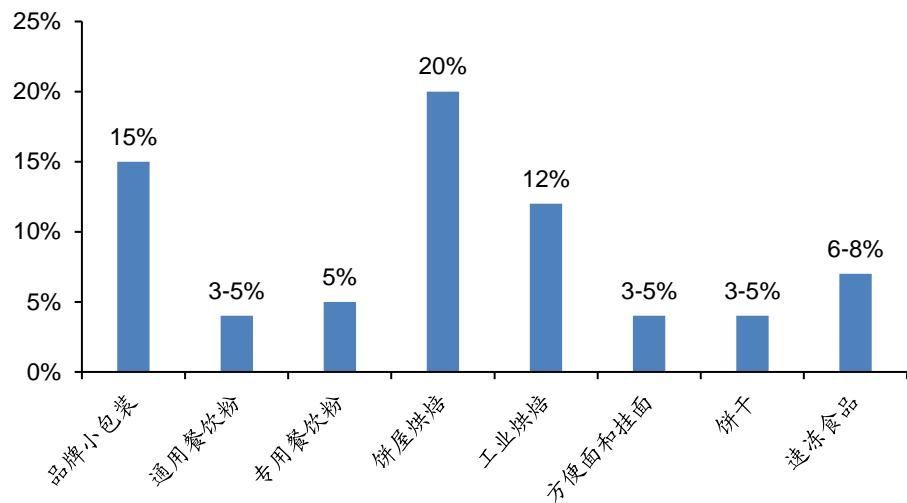
图表 37 烘焙面粉消费量持续增加（万吨）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

烘焙面粉毛利率较高。烘焙领域一方面市场增长较快，一方面对面粉的品质和性能指标也要求较高，因此毛利率均超过 12%，饼屋烘焙可达到 20%。相反，餐饮粉面粉专业要求不高，面条、饼干和速冻食品市场增速放缓甚至规模出现下滑，毛利率处于 3-8%的区间。

图表 38 面粉细分行业毛利率

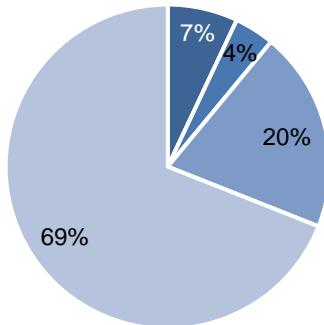


资料来源：华安证券研究所整理

烘焙面粉市场集中度处于上升期，CR3 达到 30%。南顺具备一流的烘焙粉研发能力，主攻饼屋烘焙客户，份额达到 20%，金龙鱼、中粮分列二、三位。中粮在工业烘焙面粉领域份额领先，占比 15%。

图表 39 饼屋烘焙面粉 CR3 31%

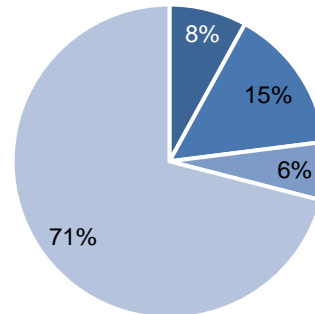
■ 金龙鱼 ■ 中粮 ■ 南顺 ■ 其他



资料来源：华安证券研究所整理

图表 40 工业烘焙面粉 CR3 29%

■ 金龙鱼 ■ 中粮 ■ 南顺 ■ 其他

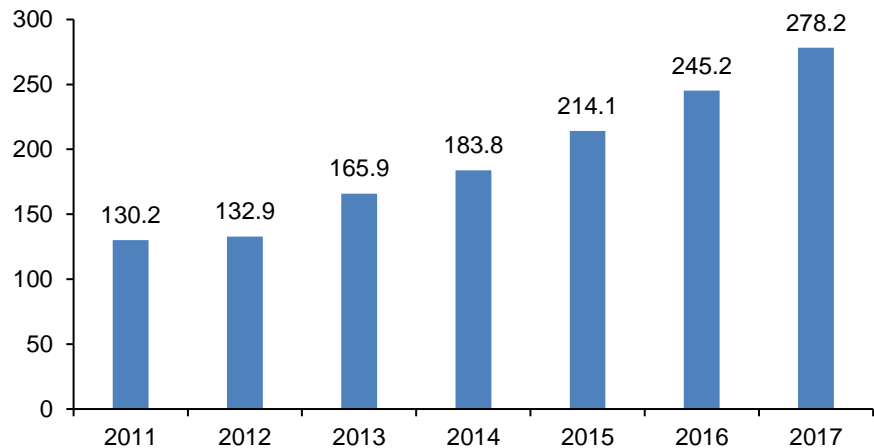


资料来源：华安证券研究所整理

特种油脂在烘焙领域的应用量最大，主要包括人造奶油、起酥油、黄油等。人造奶油利用动、植物油脂依照天然奶油的特性进行冷冻捏合等操作制作而成，是一种常用的天然奶油替代品，价格较为低廉。起酥油是在人造奶油基础上进一步发展而来，起酥油从英文“shorten”一词转化取得，其意指将该类油脂加工饼干等，可使其十分酥脆，故将此类特性的油脂称为“起酥油”。起酥油和人造奶油的主要区别在于起酥油不含水。黄油是用牛奶加工而成的一种固态油脂，为新鲜牛奶加以搅拌。

烘焙油脂需求快速增长。前瞻产业研究院数据显示，2011 年至 2017 年，我国烘焙油脂产量由 154.4 万吨增长至 297.4 万吨，年均复合增长率为 11.6%；烘焙油脂需求量由 130.2 万吨上升至 278.2 万吨，年均复合增长率为 13.5%。

图表 41 烘焙油脂需求量不断增长 (万吨)

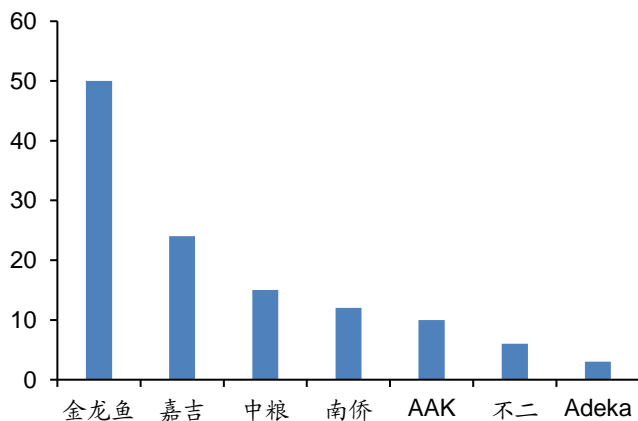


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

我国烘焙油脂产能 CR5 40%。我国烘焙油脂头部供应企业为金龙鱼，嘉吉，中粮，AAK，南侨，不二，Adeka。其中金龙鱼产能约 50 万吨，共有 1 家猪油工厂、6 家烘焙油脂工厂，拥有“金味”、“金鹏”、“花旗”、“银鹏”等品牌。由于烘焙油脂对于生产设施、加工工艺、仓储运输要求较高，龙头企业可以凭借规模优势和研发优势，提供高品质产品和配套服务，市占率有望持续提升。

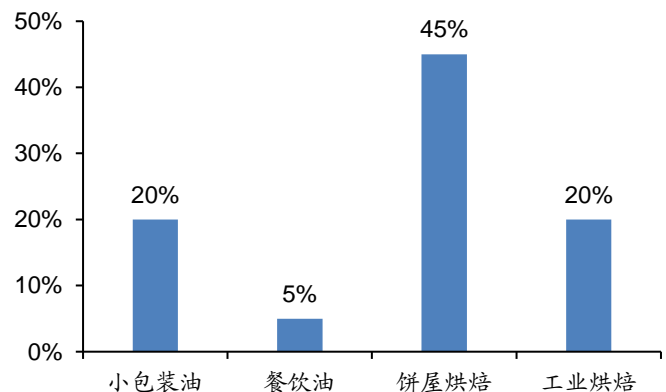
烘焙油脂毛利率较高，饼屋烘焙高达 45%。烘焙油脂毛利率整体高于普通小包装油和餐饮油，同时饼屋烘焙油脂又明显高于工业烘焙油脂。以南侨为例，饼屋客户销售毛利率高达 45%，而食品工业客户仅在 28% 以下。这是由于食品工业类客户产品定位相对平民化，而饼屋客户更注重口味、外形、美感等，二者对烘焙应用油脂等原材料的需求在用途、品级、口味等方面存在较大的差异。

图表 42 国内主要烘焙油脂企业产能 (万吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 43 油脂细分行业毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.2 奶油、水果制品初具规模，消费升级推动量价向上

奶油主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹馅，可分为植脂奶油和稀奶油两类。

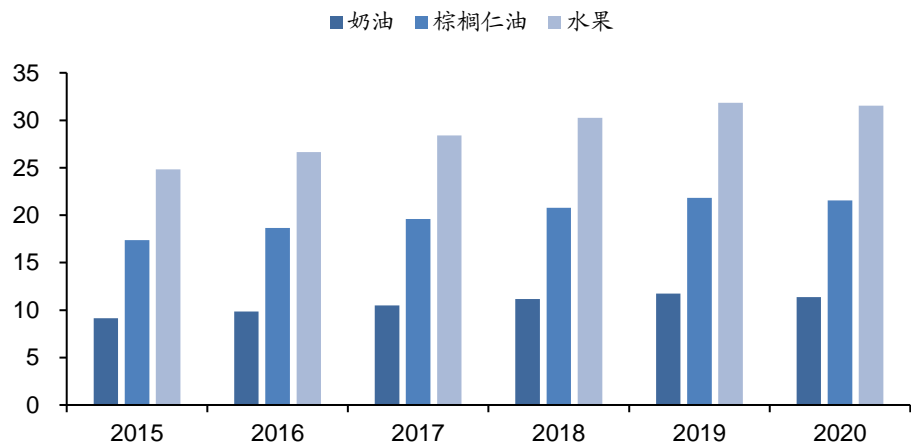
植脂奶油以油脂为原料制造，打发性好、稳定性强，经济实惠，是我国目前蛋糕制作中使用量最大的奶油产品。含乳脂植脂奶油是在植脂奶油中添加乳脂成分，兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油塑型能力强的优点，价格居中，是近年来市场需求增长较快的产品。稀奶油由牛奶离心脱水后制成，奶香浓郁、口感细腻，定位高端，目前在我国尚处于起步阶段。

水果制品是以水果、果汁或果浆和糖等为主要原材料，加工制成的产品。烘焙水果制品包括果馅、果溶等，主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹层馅料，能够给烘焙食品提供更多样的口感和风味。

我们测算植脂奶油、水果制品和稀奶油的收入规模约为 162 亿、126 亿和 30 亿。消费升级趋势下，植脂奶油向含乳植脂奶油进化、水果制品配方升级、天然营养的稀奶油需求迅速增长，推动行业量价齐升。

奶油、水果制品等烘焙食品原料生产企业数量较多，各企业所占市场份额不高，集中度相对较低。其中，奶油已经出现了部分规模领先的企业，包括维益食品、海融、立高、南侨等，而水果制品市场份额则更为分散。

图表 44 棕榈仁油等原材料在我国烘焙食品的消耗量（万吨）



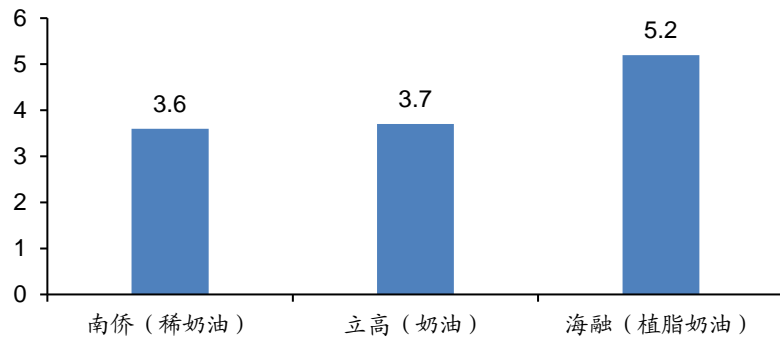
资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 45 奶油和水果制品市场规模测算

烘焙原料	主要原料	2020 年烘焙行业消耗量 (万吨)	2015-2020 CAGR	产品质量占比	单价 (元/千克)	收入规模 (亿元)
植脂奶油	棕榈仁油	21.55	4.4%	0.16	12	162
水果制品	水果	31.52	4.8%	0.40	16	126
稀奶油	奶油	11.36	4.5%	1	26	30

资料来源：欧睿，公司公告，华安证券研究所

图表 46 国内主要奶油企业销售额对比 (亿元, 2020 年)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

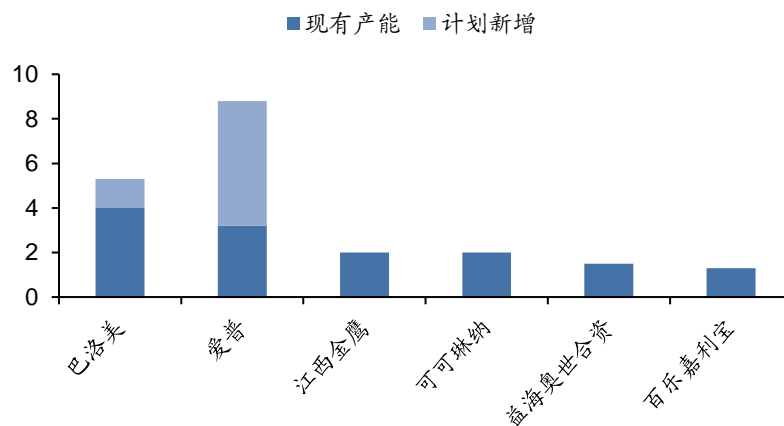
5.3 巧克力、香精香料国产崛起, 酵母需求稳定增长

我国烘焙食品行业对巧克力的需求约为 15-20 亿元。数量约在 6-8 万吨。巧克力广泛用来制作蛋糕、西点的表面装饰以及面包、月饼等夹馅。可可脂巧克力由于其固有的物理特性, 操作性差, 不适合用于蛋糕造型铲花, 因此在烘焙食品行业使用量不大。代可可脂巧克力因铲花凝结速度, 造型光泽, 操作性方面具有优势而得到大面积推广。随着烘焙行业的发展, 巧克力需求也增长较快。

从全球范围来看, 工业巧克力的最大公开市场供应商是百乐嘉利宝, 其次是嘉吉和巴洛美。受制于品牌、资金、技术、规模、市场等多种因素, 与这些国际大公司相比, 国内工业巧克力生产企业存在较大差距。

国内市场爱普产能产量名列前茅。爱普在技术、服务、成本、产品质量等综合指标上保持一定的竞争优势, 现有产能 3.2 万吨, 扩产后将新增 5.6 万吨, 目前年销售量为近 3 万吨。巴洛美目前国内产能为 4 万吨。国内其他品牌可可琳纳、江西金鹰等以区域性客户为主, 各有约 2 万吨产能。

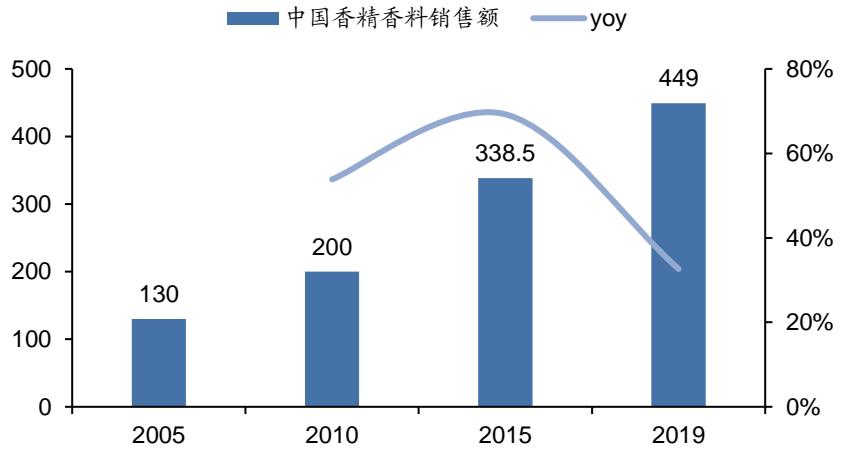
图表 47 我国工业巧克力头部企业产能 (万吨)



资料来源: 华安证券研究所整理

香精香料市场发展迅速，市场规模不断扩大。2005至2019年，国内香精香料销售额持续增长，2019年已达到449亿元，期间CAGR 11.1%。

图表 48 我国香精香料市场较快增长（亿元）

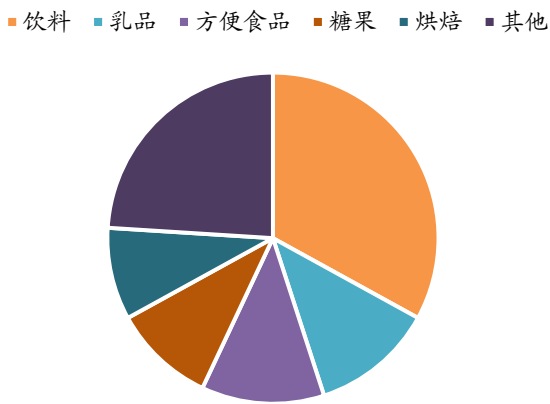


资料来源：中国香精香料化妆品工业协会，华安证券研究所

全球香精香料市场中，食用香精香料占比约为56%，烘焙需求9%左右。食用香精香料能够给食物原料赋予香味，矫正食品中的不良气味，同时可以补充食品的香气不足，稳定和辅助食品中的固有香气。食用香料主要应用于饮料、乳制品、方便食品、糖果和烘焙食品中，烘焙需求占到9%左右。例如果香型香精使面包夹心，月饼馅料更有鲜果味。蛋糕的乳脂香精粉可以掩盖蛋腥味。

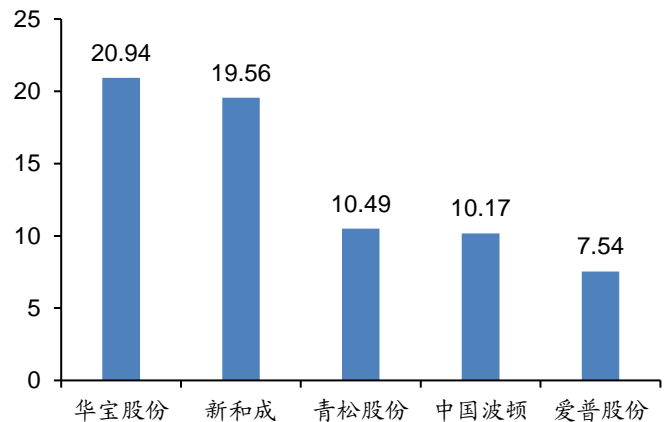
我国香料香精行业集中度较低，CR5 15%左右，国内企业初具规模。根据国家统计局的数据，2017年全国规模以上香料香精企业为351家，年销售额660.02亿元，与国际大公司相比企业规模仍然差距较大。目前香精香料头部国内厂家包括华宝、新和成、青松、波顿、爱普等。随着龙头企业优化配置资源、集中资金加强研发，创新能力和市场竞争能力有望提升。

图表 49 全球香精香料消费占比



资料来源：IAL Consultants，华安证券研究所

图表 50 我国香精香料头部企业收入（2020年，亿元）

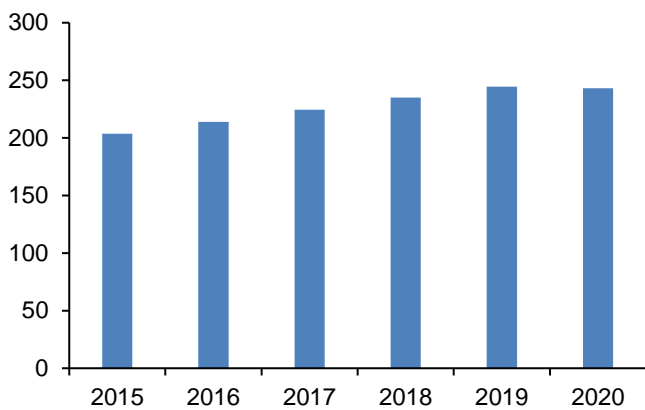


资料来源：公司公告，华安证券研究所

烘焙行业蓬勃发展，酵母需求仍具向上空间。酵母下游需求主要可分为面点发酵类需求、酒精发酵类需求以及饲料添加等需求，以面点发酵类需求为主。随着烘焙消费习惯兴起，面包用酵母量持续增长。2020 年我国面包零售销量 243 万吨，按 1%添加量折算酵母需求量约 2.4 万吨。餐饮渠道需求量约为零售渠道的 1/3，合计 3.2 万吨。

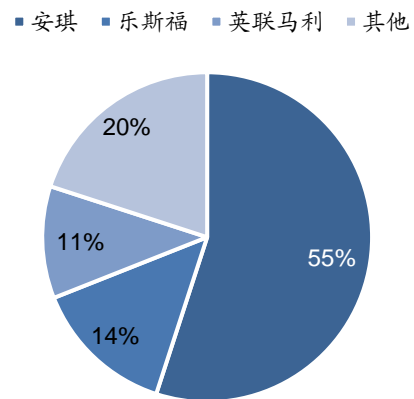
国内寡头竞争格局稳定，龙头优势不断加固。2018 年我国酵母产能 CR3 已达 80%，其中安琪一家即有 55%的份额。酵母生产是具有高资金、高技术等壁垒的重资产行业，每轮产能建设需要投入大量资金以及 2-3 年的建设周期，小企业无力承担，致使行业准入门槛较高，头部企业强者恒强。

图表 51 我国面包零售销量（万吨）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 52 我国酵母产能 CR3 达到 80%（2018）



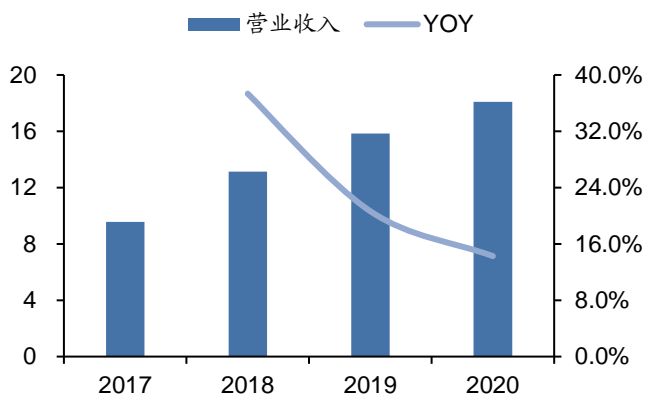
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

六、投资机会

6.1 立高食品：卡位冷冻烘焙高潜赛道

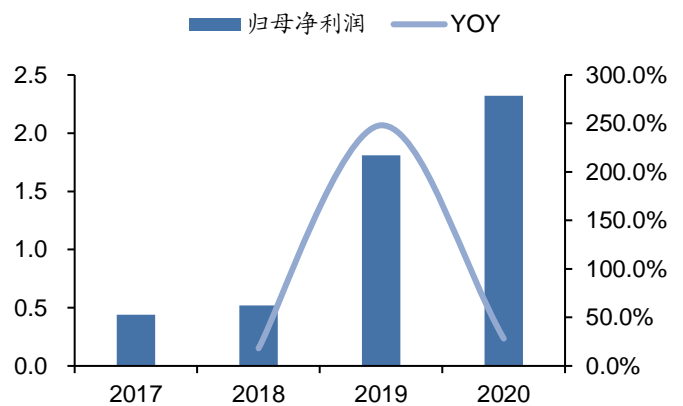
公司主要业务包括冷冻烘焙食品和奶油、水果制品、酱料等烘焙食品原料，冷冻成为公司量利增长主引擎。公司产品类型众多，规格多样，产品品规总量超过650种，充分满足下游不同类型客户的多产品、多规格的一站式采购消费需求，提高了客户的使用便利性。由于产品的不断丰富，公司终端客户也从最初的烘焙门店发展到目前的烘焙门店、饮品店、餐饮、商超和便利店等多种业态。

图表 53 公司营收保持较快增长（亿元）



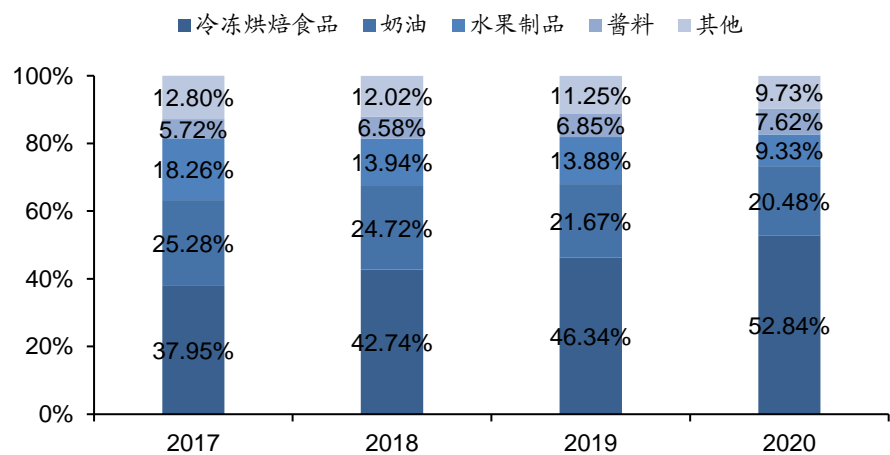
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 54 公司归母净利润快速增长（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 55 冷冻烘焙食品销售收入占比超过 50%

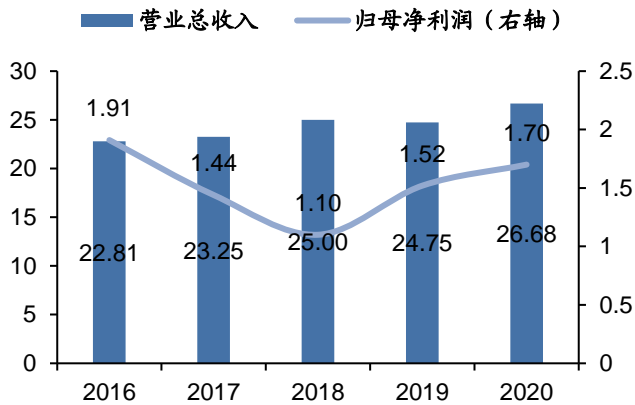


资料来源：公司公告，华安证券研究所

6.2 爱普股份：香精香料、食品配料双轮驱动

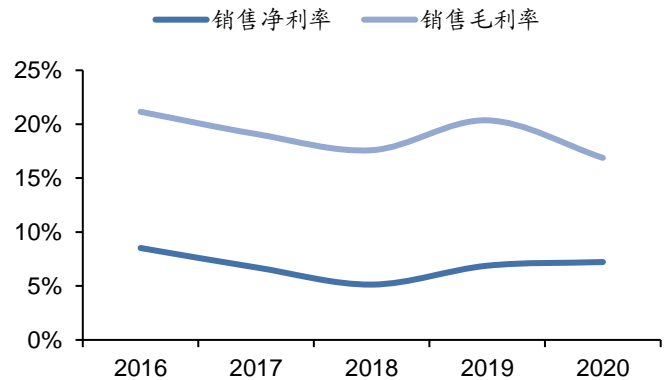
公司是中国香料香精和食品添加剂行业的领先制造企业，近年来通过收购进入工业巧克力、果酱等食品配料领域，有望塑造第二成长曲线。公司同时经销国际知名品牌的乳脂制品（主要包括黄油、奶酪、淡奶油等）、可可及巧克力制品、水果制品等食品配料，为烘焙企业提供各类原料。

图表 56 公司营收以及归母净利润变化（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

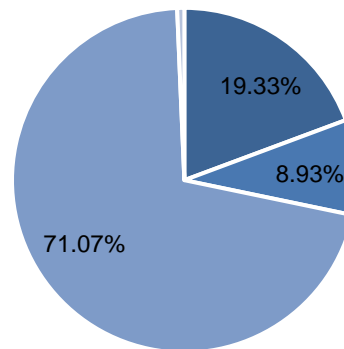
图表 57 公司净利率和毛利率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 58 公司营收业务构成（2020 年）

■ 香精产品收入 ■ 香料产品收入 ■ 食品配料收入 ■ 其他产品收入

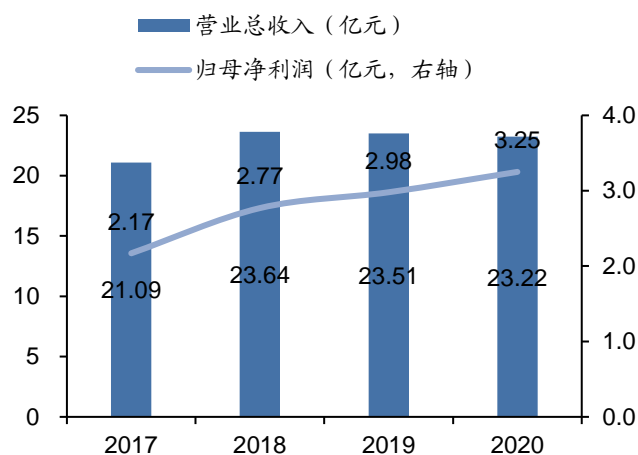


资料来源：公司公告，华安证券研究所

6.3 南侨食品：烘焙油脂为核心均衡发展

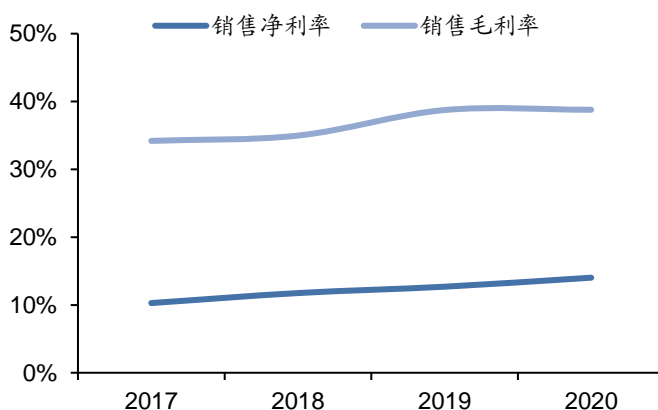
公司经营烘焙应用油脂逾 20 年，以先进的研发技术、高端的品质管理、全方位的售后服务，在烘焙油脂领域成功塑造金字招牌。公司产品按照应用领域来分主要有烘焙应用油脂、淡奶油、馅料、冷冻面团、进口品五大系列，产品范围涵盖 200 多个品种。

图表 59 公司营收以及归母净利润变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

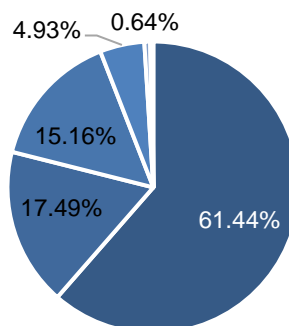
图表 60 公司净利率和毛利率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 61 公司营收业务构成 (2020 年)

- 烘焙应用油脂收入
- 进口品收入
- 淡奶油收入
- 冷冻面团收入
- 馅料收入
- 其他业务收入
- 其他主营业务收入

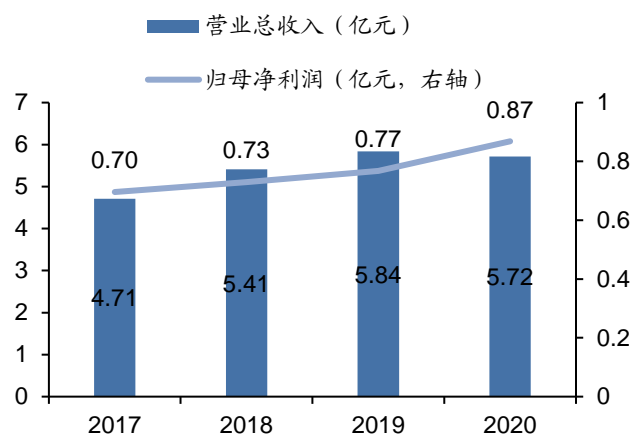


资料来源：公司公告，华安证券研究所

6.4 海融科技：深耕植脂奶油，引领行业潮流

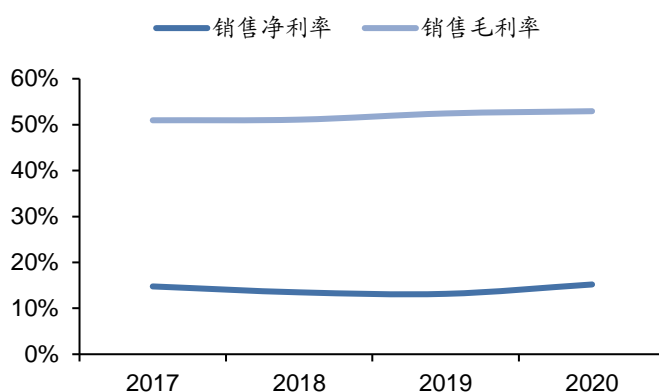
公司专注烘焙食品原料行业，以植脂奶油、巧克力、果酱等烘焙食品原料的研发、生产、销售为主营业务，其中，植脂奶油系列产品为公司的主要产品。公司基于对市场的判断，自行研发设计配方，并根据各地消费者的饮食习惯及各地气候条件等差异，区别研发和生产满足不同市场需求的植脂奶油产品。

图表 62 公司营收以及归母净利润变化（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

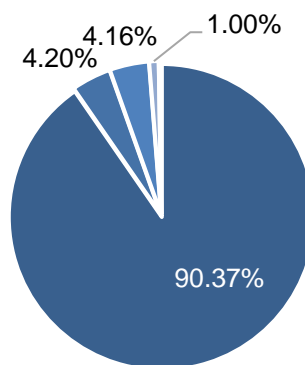
图表 63 公司净利率和毛利率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 64 公司营收业务构成（2020 年）

■ 植脂奶油收入 ■ 巧克力收入 ■ 果酱收入 ■ 香精收入 ■ 其他产品收入

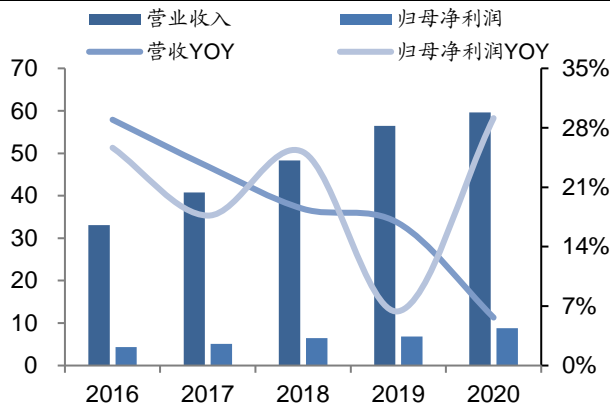


资料来源：公司公告，华安证券研究所

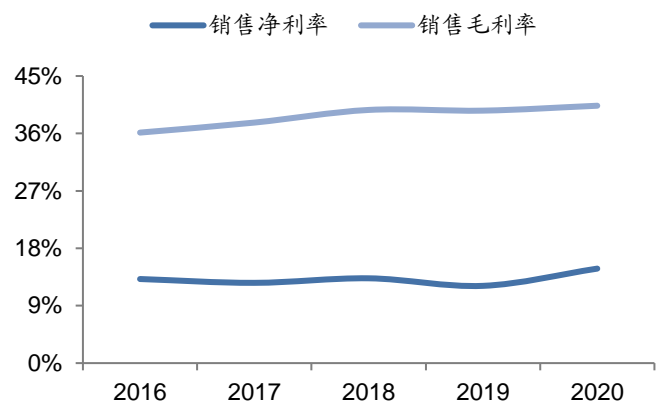
6.5 桃李面包：专注短保赛道，推进全国化布局

自 1995 年设立丹东桃李以来，公司专注于短保面包业务，经过 20 余年的努力，逐步发展成为大型“中央工厂+批发”式烘焙企业。公司的切片面包、迷你豆沙面包、起酥面包、奶棒面包、醇熟面包等产品赢得了消费者的心智，奠定了公司在烘焙市场中的优势地位。短保烘焙细分市场未来空间大，公司计划通过产能布局、产品创新、渠道下沉进一步占领市场份额。

图表 65 公司营收以及归母净利润变化（亿元）



图表 66 公司毛利率和净利率变化



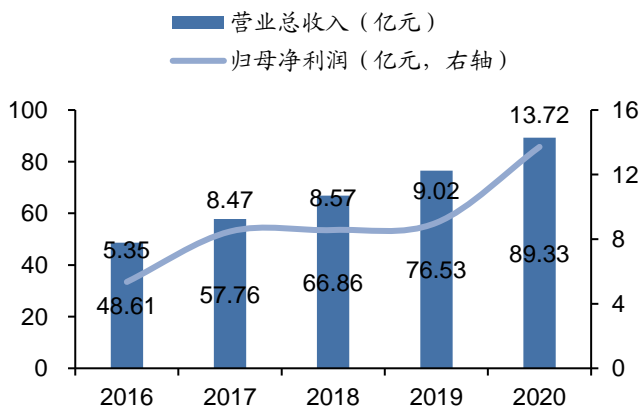
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

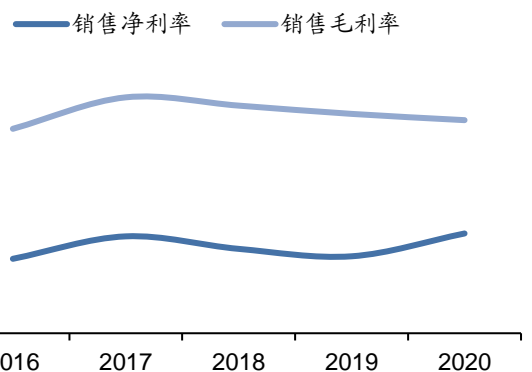
6.6 安琪酵母：酵母龙头持续受益烘焙景气

公司酵母产业化水平在国内处于领先地位，是酵母行业唯一的高科技上市公司。主营面包酵母、酵母抽提物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等的生产和销售，产品广泛应用于烘焙与发酵面食、食品调味、微生物发酵、动物营养、人类营养健康、酿造与生物能源等领域。公司有望通过一系列生产创新和产能国际化进一步提高市场份额。

图表 67 公司营收以及归母净利润变化（亿元）



图表 68 公司毛利率和净利率变化

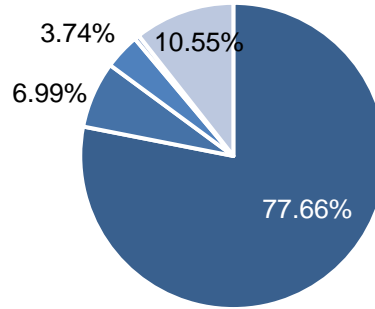


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 69 公司营收业务构成（2020 年）

- 酵母及深加工产品收入
- 制糖产品收入
- 包装产品收入
- 奶制品收入
- 其他产品收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

- (1) 疫情持续发酵：宏观经济下行影响到大众消费的复苏，持续抑制消费需求；
- (2) 食品安全风险：负面安全事故或将对行业需求及企业发展造成严重打击。

分析师与研究助理简介

分析师：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人：陆金鑫，北京大学生物学学士，中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出一未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。