

## 行业研究

## 对比海外，再探烘焙行业格局与商业模式

## ——烘焙行业海外对比专题研究

## 要点

**从品类属性和渠道结构论烘焙品类的集中度问题：**1) 从品类属性看，主食品类的市场集中度普遍不高，面包产业是典型的主食逻辑，2021 年全球烘焙食品制造业市场规模约 3669 亿美元，具有主食品类属性的新鲜/冷冻面包占比 53.5%。工业化生产的面包占比不高限制了市场集中度的大幅提升，21 年欧洲手工生产/工业生产面包的产量占比分别为 55%/45%。相比之下，日本烘焙品类中 80% 属于零食属性，龙头山崎面包市场份额接近 28%、相对容易集中。2) 从渠道结构看，发达国家的现代流通渠道占绝对主导，美国/德国/日本烘焙食品在现代流通渠道的终端零售额占比大约 73%/70%/53%。欧美的大型商超在烘焙食品销售中扮演重要角色，商超强势的自有品牌亦会挤占烘焙厂商的份额空间。

**关于对冷冻烘焙食品的理解：**冷冻面团是制作烘焙食品的一项技术优化，而非品类创新，预发酵/预烘烤/预成型/预冷冻技术在国外的诞生与使用主要是帮助已经存在多年的烘焙食品制造商优化生产/配送效率，同时，冷冻面团是典型的 2B 生意，从全球数据来看，其市场容量占终端烘焙食品零售额的比重大致在 3% 左右。因此，国外历史悠久的冷冻食品厂商以及烘焙食品厂商一般会通过自建产线或者通过并购的方式切入冷冻面团领域。

**通过海内外对标加大对桃李面包的理解：**1) 拆分桃李的价值链，考虑油脂+面粉是大宗原料供给，公司相对产业链上游环节的议价能力相对有限，生产端的规模效应更多依赖自身优化生产效率来获得。桃李毛利率水平与海外面包厂商基本持平，且通过制造环节的规模效应带来毛利率的提升。固定资产运营效率虽然波动较大，但是受益于持续增长的行业规模，整体表现可媲美海外龙头厂商。2) 短保面包的品类属性决定了其对传统基地市场形成保护的同时，也加大了企业跨区发展的难度，桃李拓展的关键在于其在东北地区积攒的经验和能力如何在南方市场破局，而这背后需要产品迭代推新能力以及加大现代流通渠道布局力度。

**通过海内外对标加大对立高食品的理解：**1) 拆分立高的价值链，由于人工+租金持续高企，终端需要用高加价倍率才能维护门店较高的经营杠杆，立高作为现烤烘焙品类的“卖铲人”，在产业链上游环节具有不可替代的角色定位。2) 终端门店现烤模式叠加品类偏零食的属性，消费者对价格敏感度不高，能够支撑产品实施高毛利率定价，因此，立高在生产端具有较其他品类更高的运营效率，快速做大收入是关键要务，快速抢占传统小 B 门店市场份额、关注下游放量的新兴渠道、持续迭代产品/服务解决方案是取胜之匙。参考海外龙头，持续拓宽在大 B 客户体系的护城河、提升产品创新能力有望打开立高的长期成长空间。

**投资建议：**疫后伴随需求回暖，烘焙行业有望步入快速恢复阶段。推荐：1) **立高食品：**公司积极推动供应链、营销、产品等多方位改革，冷冻烘焙、烘焙原料不同板块销售团队融合，亦会加大渠道下沉、产品推新，23 年有望迎来收入增长拐点。2) **桃李面包：**从品类的定价能力、生产端规模效应的释放、运营端固定资产利用效率来看，桃李均具有较强能力，后续经营有望逐步改善。

**风险分析：**国内疫情反复，食品安全风险，原材料成本大幅上涨，行业竞争加剧。

食品饮料  
买入（维持）

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003  
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002  
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001  
021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

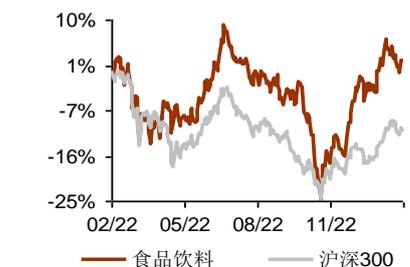
联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
300973.SZ	立高食品	103.37	1.67	0.95	1.74	62	108	59	买入
603866.SH	桃李面包	16.72	0.80	0.49	0.58	21	34	29	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-3-13

## 投资聚焦

近两年来市场对于烘焙行业关注度较高，我们此前于 2022 年 4 月 13 日发布了《风起云涌，掘金味蕾盛宴——烘焙产业链深度报告》，对国内烘焙行业以及产业链主要环节进行了全面梳理，之后于 2022 年 7 月 31 日发布了《冷冻烘焙领导者，从并购扩张到聚焦核心市场——冷冻烘焙海外研究之 Aryzta》，在梳理全球以及欧洲冷冻烘焙市场的基础上，以瑞士的 Aryzta 为研究对象，对其展开全面分析，以期国内相关公司提供一定参考。

但是在研究国内烘焙产业链，特别是冷冻烘焙行业时，我们发现，由于市场缺少对海外公司的深入理解，衍生出了较多的问题，比如对行业竞争格局的预判没有把握、对公司发展路径的探讨难找到切入点等。因此，本篇报告在前两篇报告的基础上，试图以海外研究为切入点，厘清市场普遍存在的一些问题。

### 我们的创新之处

1) **从品类属性与渠道结构出发探讨烘焙品类集中度。**市场对于烘焙行业的集中度问题存在较多争议，我们通过大量的案头研究，从品类属性和渠道结构角度，提出了解释海外烘焙市场份额较为分散的原因。品类属性方面，我们将烘焙食品划分为主食和零食两类，认为主食品类市场集中度普遍不高，而面包产业是典型的主食逻辑，相比之下，日本烘焙品类以零食属性为主，龙头份额相对容易集中。渠道结构方面，考虑海外烘焙食品渠道特征，发达国家的现代流通渠道占据绝对主导，商超强势的自有品牌也挤占了烘焙厂商的份额空间。

2) **结合海外情况探讨对冷冻烘焙品类的理解。**市场对国内冷冻面团厂商进行海外对标研究时，往往较难找到相应公司。我们通过分析海外冷冻面团行业，认为冷冻面团是制作烘焙食品的一项技术优化、而非品类创新，且冷冻面团是典型的 2B 生意。考虑以上特性，国外历史悠久的冷冻食品厂商以及烘焙食品厂商一般会通过自建产线或者并购的方式切入冷冻面团领域。

3) **海内外对标探讨桃李面包和立高食品的商业模式。**从产供销维度，我们通过海内外对比拆解桃李的商业模式，认为其在品类定价、生产端规模效应释放、运营端固定资产利用效率方面均具有较强能力，并且探讨了桃李面包跨区发展的破局之道。通过对立高价值链的拆分和对比，我们认为立高是现烤烘焙品类不可或缺的“卖铲人”，其生产端具备较其他品类更高的运营效率，并且通过借鉴海外龙头公司探讨了立高的中长期成长路径。

### 投资观点

疫后伴随需求回暖，烘焙行业有望步入快速恢复阶段。推荐：1) **立高食品**：公司积极推动供应链、营销、产品等多方位改革，冷冻烘焙、烘焙原料不同板块销售团队融合，亦会加大渠道下沉、产品推新，23 年有望迎来收入增长拐点。2) **桃李面包**：从品类的定价能力、生产端规模效应的释放、运营端固定资产利用效率来看，桃李均具有较强能力，后续经营有望逐步改善。

# 目 录

1、从品类属性再论烘焙的集中度问题.....	6
1.1、主食属性下行业的市场份额相对难提升 .....	6
1.2、零食属性下行业的市场份额相对容易集中 .....	9
2、从渠道结构再论烘焙品类的集中度问题.....	10
3、关于对“冷冻烘焙”食品的理解.....	11
4、通过海内外对标加大对桃李面包的理解.....	16
4.1、产供销三维度剖析桃李面包的商业模式.....	16
4.2、论桃李的跨区发展及南方市场破局之道.....	19
5、通过海内外对标加大对立高食品的理解.....	24
6、投资建议.....	29
6.1、立高食品（300973.SZ） .....	29
6.2、桃李面包（603866.SH） .....	30
7、风险分析.....	31

## 图目录

图 1: 中国非包装鲜肉消费量占比 (%) .....	7
图 2: 全球面包龙头宾堡在墨西哥本土的包装玉米饼市场份额 .....	7
图 3: 全球烘焙食品制造业市场规模 (亿, 美元) .....	8
图 4: 全球烘焙食品制造业各大洲市场份额占比 (%) .....	8
图 5: 全球烘焙食品分品类结构 (%) .....	8
图 6: 2021 年欧洲手工/工业生产面包的市场份额占比 .....	9
图 7: 2021 年欧盟主要国家面包消费量 (kg/人/年) .....	9
图 8: 21 年欧盟主要国家面包&烘焙产品市场规模 (亿, 欧元) 与工业面包产量占比 (%) .....	9
图 9: 日本烘焙食品品类构成 .....	10
图 10: 日本烘焙食品各品牌市场份额 .....	10
图 11: 山崎面包 (yamazaki) 分品类的收入结构 .....	10
图 12: 2021 年美/德/日烘焙食品现代流通渠道结构对比 .....	11
图 13: 美国超市自有品牌销售新鲜包装面包的份额占比 .....	11
图 14: 美国前两大烘焙食品公司在沃尔玛的年度销售额 .....	11
图 15: 德国 Harry-Brot 面包生产商的发展历程 .....	12
图 16: 冷冻面团下游的主要应用场景 .....	13
图 17: 全球冷冻面团 (global frozen doughs) 市场规模 .....	13
图 18: 欧睿口径下全球烘焙食品零售规模 (亿美元) .....	13
图 19: 美国冷冻糕点 (Frozen Cake & Pastry) /披萨 (Frozen Pizza) 规模 (亿美元) .....	15
图 20: 美国冷冻糕点 (Frozen Cake & Pastry) 行业竞争格局 .....	15
图 21: 美国冷冻披萨 (Frozen Pizza) 行业竞争格局 .....	15
图 22: 美国冷冻糕点 (Frozen Cake & Pastry) 渠道结构 .....	16
图 23: 美国冷冻披萨 (Frozen Pizza) 渠道结构 .....	16
图 24: 桃李面包价值链构成 .....	16
图 25: 桃李面包直接材料占营业成本的比重相对稳定 .....	16
图 26: 桃李面包与山崎面包毛利率变动趋势 (%) .....	17
图 27: 美国面包制造商总体毛利率水平 (%) .....	17
图 28: 2015-2021 年桃李面包销售吨价提升不显著 .....	17
图 29: 桃李面包制造费用与直接人工占营业成本比重 (%) .....	17
图 30: 桃李面包/宾堡集团/山崎面包固定资产周转次数对比 .....	18
图 31: 桃李/安井营收 (亿元) 与固定资产周转率对比 .....	18
图 32: 桃李面包/安井食品/绝味食品历年固定资产 (亿元) .....	19
图 33: 桃李面包/安井食品项目投资总额/产能 (万元/吨) .....	19
图 34: 桃李面包/安井食品的销售吨单价 (元/kg) .....	19
图 35: 桃李面包/安井食品单位项目投资额所带来的销售收入 .....	19
图 36: 桃李面包公司分区域收入结构 .....	20
图 37: 桃李面包公司分区域利润结构 .....	20
图 38: 桃李面包按配送模式的渠道结构 .....	20
图 39: 桃李面包 2012-2014 年直营模式收入占比较高 .....	20

图 40: 中国烘焙食品的渠道结构.....	21
图 41: 桃李面包在华东某省的渠道结构.....	21
图 42: 宾堡集团在全球各大市场的营收结构.....	21
图 43: 宾堡集团在全球各大市场经调整后 EBITDA/营业收入.....	21
图 44: 桃李面包向南方市场布局的销售收入/项目投资 (倍).....	22
图 45: 桃李面包在华东地区总资产规模 (亿元) 迅速扩张.....	22
图 46: 桃李面包华东地区单季收入及同比增速.....	22
图 47: 桃李面包全国各大区域的 ROA.....	22
图 48: 烘焙产品遗忘曲线.....	23
图 49: 山崎面包/桃李面包广告费用占营收比重.....	23
图 50: 山崎甜面包产品组合 (2021 年年报).....	23
图 51: 宾堡面包产品组合.....	23
图 52: 立高食品价值链拆解.....	24
图 53: 山崎面包门店业务利润率.....	24
图 54: 立高食品/桃李面包/安井食品销售单价 (万元/吨).....	25
图 55: 立高食品/桃李面包/安井食品/绝味食品固定资产周转率.....	25
图 56: 立高食品/桃李面包/安井食品募投项目投资回报对比.....	25
图 57: Aryzta 和 Flowers Food 的收入体量以及产品结构.....	26
图 58: Aryzta 和 Flowers Food 的渠道结构.....	26
图 59: Aryzta 渠道结构.....	26
图 60: Flowers Food 渠道结构.....	26
图 61: Aryzta 前二十大客户贡献的收入占比.....	27
图 62: Flowers Food 前十大客户贡献的收入占比.....	27
图 63: 21 年立高冷冻烘焙分品类收入体量 (亿, 人民币).....	27
图 64: Aryzta 的品类矩阵.....	28
图 65: Aryzta 推新流程.....	28
图 66: 支持 Aryzta 创新的能力.....	28
图 67: Aryzta 规划的 2023-2025 年按原有产品/创新产品规划的营收复合增速.....	29

## 表目录

表 1: 全球烘焙食品分类.....	6
表 2: 宾堡集团对冷冻面包领域的收购.....	12
表 3: 中国冷冻面团在烘焙食品的渗透率测算.....	14
表 4: 国外主要冷冻烘焙食品厂商.....	14
表 5: 立高食品盈利预测与估值简表.....	30
表 6: 桃李面包盈利预测与估值简表.....	31
表 7: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	32

# 1、从品类属性再论烘焙的集中度问题

## 1.1、主食属性下行业的市场份额相对难提升

区分清楚品类定义是理解国外烘焙产业特征的前提。烘焙食品 (baked goods) 的历史可以追溯上千年, 最早或许诞生在罗马帝国早期, 西式的烘焙食品对中国的消费品产业而言, 是典型的“舶来品”。从制作方式的分类上看, 国外的烘焙食品相对繁杂, 面包主食/其他主食/甜品点心/饼干基本构成主流的品种类。而从产业研究的角度而言, 我们需要把烘焙食品切分为主食和零食两大品类。因为主食和零食虽然在生产制造环节的差异不大, 但是在消费习惯、消费频次、消费者价格敏感度用户画像上存在较大差异。这进一步会导致企业在满足消费者需求方面采取不同的商业模式。商业模式构建的差异, 则直接会导致我们对产业投资价值的评价和理解。

表 1: 全球烘焙食品分类

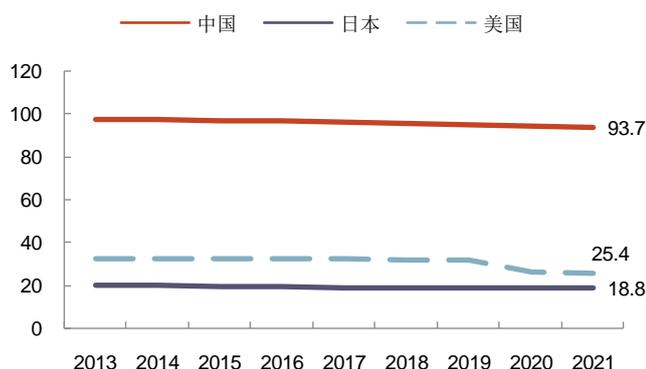
种类	简介	食用途径	*:可作为某餐主食
<b>面包主食类</b>			
Bread	面包	北美家庭主食	*
Bread roll	圆面包, 又叫面包卷, 指一大种类的圆形面包, 通常由小麦面粉制成	佐餐、早餐	*
Flatbreads	面饼泛指以面粉制成的饼, 外形以扁圆居多 (馕)	中东、亚洲和非洲文化的主食	*
Bagels	贝果	犹太人主食	*
Biscuit (bread)	比司吉面包 (类似于司康), 北美	北美早餐主食	*
Soda bread	爱尔兰苏打面包	主食	*
Barmbrack	速成面包, 其中添加了葡萄干和葡萄 (爱尔兰万圣节水果面包)	主食 (万圣节传统主食)	*
Kalakukko	黑麦面包/鱼包, 是一种芬兰传统食品	芬兰主食	*
Cornbread	玉米面包	亚利桑那州霍皮人的主食	*
Pandesal	菲律宾咸面包	菲律宾早餐主食	*
Pumpkin bread	南瓜面包	早餐主食	*
Pretzels	椒盐卷饼、德国碱水面包	德国主食	*
Sourdough	酸面包	北美主食、早餐	*
Viennoiserie	维也纳甜酥面包	小吃	
<b>其他主食类</b>			
Pizzas	披萨	主食	*
Pita	皮塔饼	阿拉伯国家主食	*
Pies	派、馅饼	cottage pie (牧羊人派) 是英国的一种主食	
<b>甜品/点心类</b>			
Doughnuts	甜甜圈	甜品、早餐主食	*
Muffins	玛芬	茶点	
Pastries	糕点 (月饼、蛋糕、酥饼等均属糕点)	泛指所有种类糕点	
Crumpets	松饼, 常见于英国和英联邦国家的一种小圆饼	茶点	
Tarts	挞, 西式馅饼	点心	
Brownies	巧克力布朗	甜品	
Cakes	蛋糕	甜品	
Croissants	可颂/羊角面包	甜品	
Cupcakes	杯子蛋糕	甜品	
Cookies	曲奇	甜品	
Scones	司康	茶点	
Waffles	华夫饼	早餐、甜品	

Puff	泡芙	甜品	
Torte	德式蛋糕	甜品	
Buns	小的圆面包，通常是甜的	点心	
<b>饼干类</b>			
Crackers	苏打饼干	饼干	
Biscuits	饼干，英联邦国家	饼干	
Cheese cracker	芝士饼干	饼干、糕点	
Biscotti	意式脆饼	饼干	

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

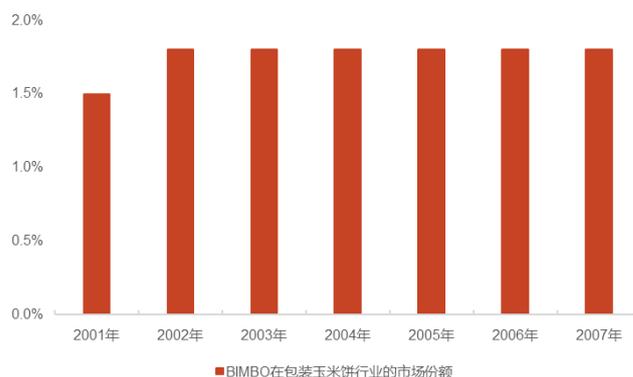
**主食品类的市场集中度普遍不高。**主食（Staple food）品类的市场集中度低，我们归纳核心逻辑有三点：（1）行业容量大但准入门槛低导致参与的竞争对手多；（2）地域文化差异决定饮食文化差异，提升了企业进行标准化生产的难度；（3）主食作为每天的必选消费品，“鲜”字当道，这不仅提升了企业进行供应链管理的能力，同样也滋养了较多的小本生意，尤其是现代渠道不发达的地区。比如，以欧睿数据来看，中国鲜肉消费量基本以非包装占绝对主导，其中 2021 年该数据占比接近 93.7%，而同期美国/日本的水平仅为 18.8%/25.4%。又如，在以玉米饼作为主食的墨西哥市场，即使诞生于此的全球烘焙龙头宾堡集团，其在包装玉米饼领域的市场份额也不超过 2%。

图 1：中国非包装鲜肉消费量占比（%）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

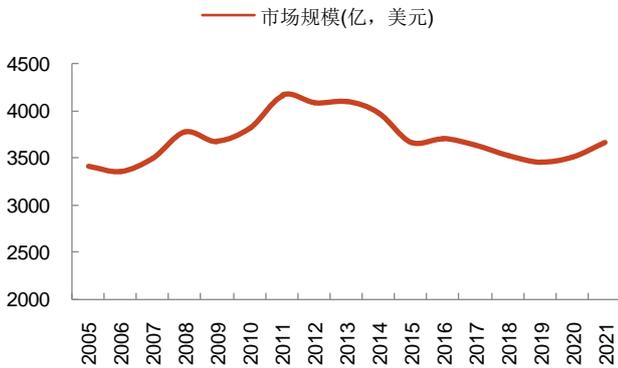
图 2：全球面包龙头宾堡在墨西哥本土的包装玉米饼市场份额



资料来源：宾堡集团年报，光大证券研究所

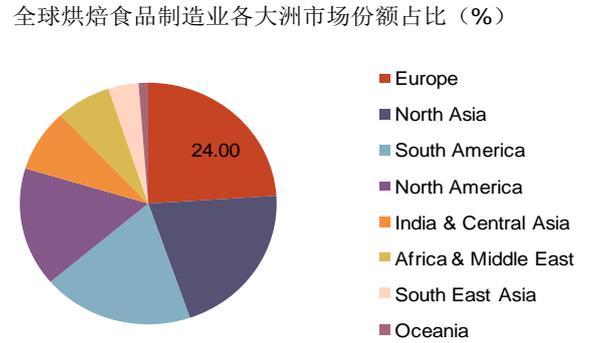
**从全球范围来看，面包产业是典型的主食逻辑。**回到烘焙产业来看，根据 IBIS 的估算，截至 2021 年全球烘焙食品制造业（Global Bakery Goods Manufacturing Industry Report）的市场规模接近 3669 亿美元。从地域分布来看，欧洲占比达到 24%，是全球最大的烘焙食品市场。从品类结构来看，属于主食品类属性的新鲜/冷冻的面包（Fresh and frozen bread and rolls）占烘焙食品的比重达到 53.5%，西方烘焙本身起源于饱腹需求，饮食文化下面包较早作为主食诞生并延续至今。这是我们在进行烘焙产业海内外对标时必须厘清的关于细分结构的第一个问题。

图 3：全球烘焙食品制造业市场规模（亿，美元）



资料来源：IBISWorld，光大证券研究所

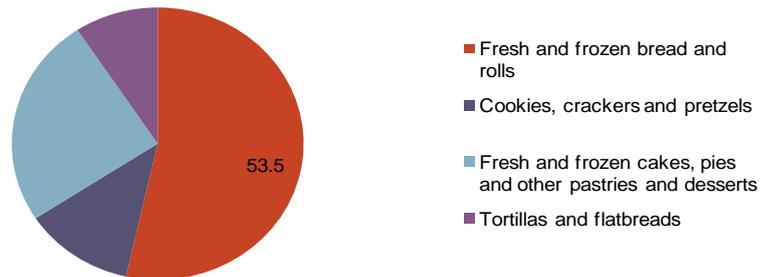
图 4：全球烘焙食品制造业各大洲市场份额占比（%）



资料来源：IBISWorld，光大证券研究所，注：截至 2021 年，按市场规模统计

图 5：全球烘焙食品分品类结构（%）

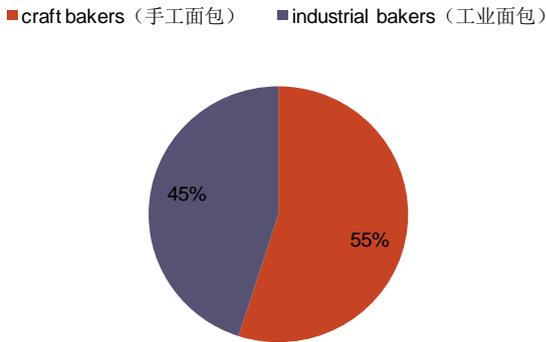
全球烘焙食品分品类结构（%）



资料来源：IBISWorld，光大证券研究所，注：截至 2021 年，按市场规模统计

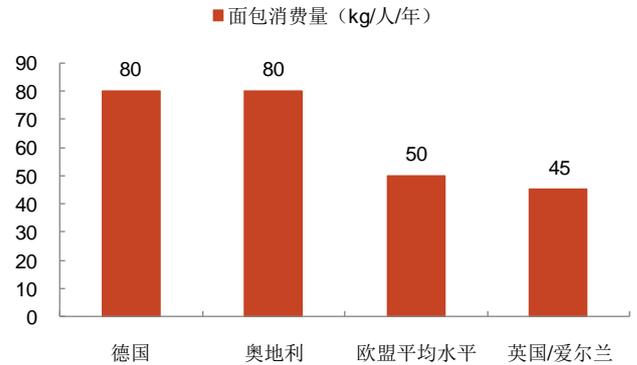
工业化生产的面包占比不高限制了市场集中度的大幅提升，而这背后依然跟饮食习惯存在较大关系。正如宾堡（Bimbo）公司在 2020 年年报中所提及，欧洲的面包市场处于一种高度碎片化竞争的状态。根据 FOB（The Federation of Bakers）的数据，欧洲的手工生产面包（craft bakers）/工业生产面包（industrial bakers）的产量占比分别为 55%/45%。当工业化生产的面包产量无法占据绝对主导，市场集中度的大幅提升就缺失了一个先决条件。从国别比较的角度来看，欧洲各国的面包消费量存在较大差异，2021 年欧盟/德国/英国人均面包年消费量大致在 50/80/45kg。其中，德国的面包文化冠绝全球，面包种类超过 3200 种，2014 年还被联合国教科文组织列为非物质文化遗产；意大利、葡萄牙、希腊和法国则存在每天消费新鲜烘烤面包的传统习惯，而英国不存在类似特征。2021 年德国、法国烘焙市场规模分别接近 190/260 亿欧元，工业面包占比仅有 40%/35%；英国烘焙市场规模接近 80 亿欧元，工业面包产量占比则高达 80%。

图 6：2021 年欧洲手工/工业生产面包的市场份额占比



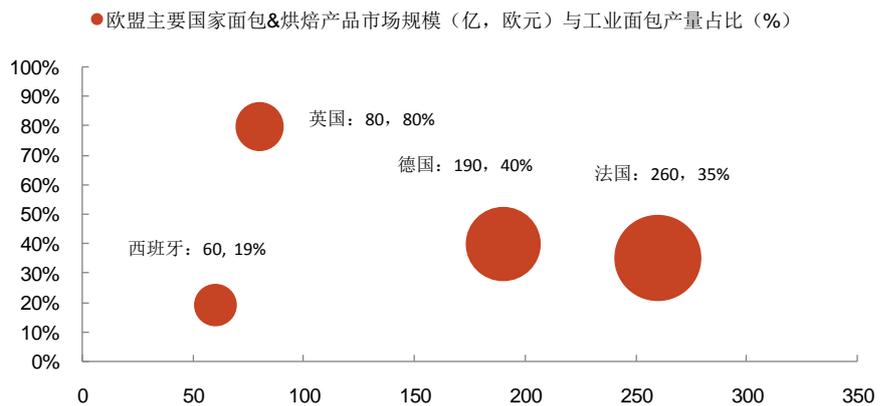
资料来源：Federation of Bakers, 光大证券研究所, 注：按产量统计

图 7：2021 年欧盟主要国家面包消费量 (kg/人/年)



资料来源：Federation of Bakers, 光大证券研究所

图 8：21 年欧盟主要国家面包&烘焙产品市场规模 (亿, 欧元) 与工业面包产量占比 (%)



资料来源：Federation of Bakers, 光大证券研究所

## 1.2、零食属性下行业的市场份额相对容易集中

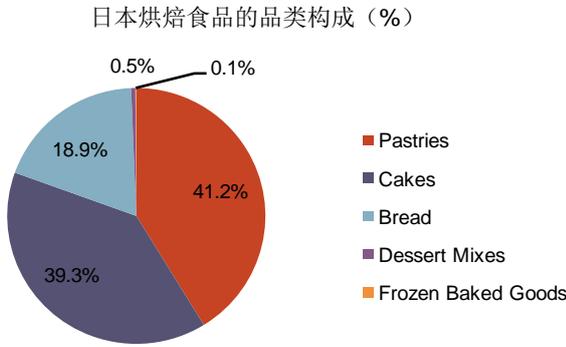
日本烘焙品类中 80%属于零食属性，龙头山崎面包市场份额接近 28%。不同于烘焙食品在欧洲国家的主食属性，烘焙食品在日本可理解是“舶来品”，不具备天生的主食属性。

截至 2021 年，日本烘焙食品终端零售规模为 279.62 亿美元。从品类结构来看，糕点(Pastries)/饼干(Cakes)/面包(Bread)零售额占比分别为 41%/39%/19%，主食属性较强的面包占比不到 20%，而零食属性较强的饼干+糕点占比达到 80%。

从竞争格局来看，以山崎面包为首的 CR3 份额过去 10 年间在 38%-43%上下波动，龙头山崎的市场份额则从 2011 年的 25%缓慢提升至 2021 年的 28%。从山崎的品类结构来看，为了迎合日本本土消费者的消费习惯，其主食面包 (bread) 2012-2021 年间的销售额占比基本稳定在 13%左右，而小的甜面包 (Sweet buns)、日式/西式的糕点 (Japanese-style /Western-style confectionery) 销售额合计占比则基本稳定在 70%左右。

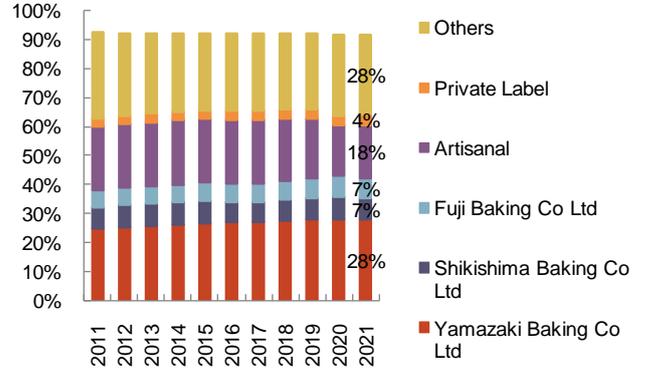
除了龙头厂商市场份额更为集中,日本与欧洲面包市场的竞争格局还有另外两点差异,其一,手工面包(Artisanal)的市场份额从2011年的22%下滑到2021年的18%。其二,商超贴牌(Private Label)产品的市场份额占比仅有3%左右,这也是日本跟欧美具有较大差异的地方,我们倾向于认为这是各国消费品分销渠道特征所带来的差异。

图 9: 日本烘焙食品品类构成



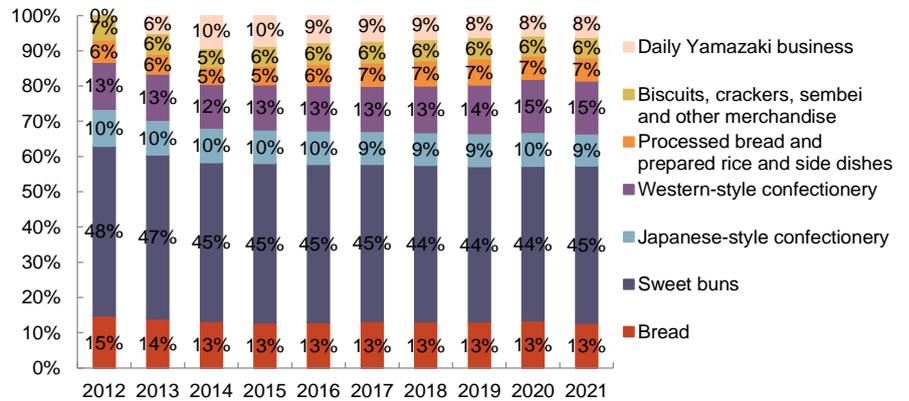
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所, 注: 按销售额统计

图 10: 日本烘焙食品各品牌市场份额



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所, 注: 按销售额统计

图 11: 山崎面包 (yamazaki) 分品类的收入结构



资料来源: 山崎面包公告, 光大证券研究所

## 2、从渠道结构再论烘焙品类的集中度问题

商超渠道在欧美国家的烘焙食品销售中占据重要位置,商超强势的自有品牌挤占了烘焙厂商的份额空间。欧美烘焙食品市场份额相对分散除了受其主食品类属性影响以外,渠道结构的特征也是一个重要的解释因素。发达国家的现代流通渠道占据绝对主导。以欧睿口径来看,2021年,美国/德国/日本,烘焙食品在现代流通渠道的终端零售额占比大致在73%/70%/53%左右。人口密度大的日本,其便利店在商品销售方面占据重要功能,而人口密度小的美德两国,其Discounters、Hypermarkets、Supermarkets则在烘焙食品的分销上占据更为重要的位置,2021年,上述三大渠道累计销售额在美/德两国终端销售额占比接近70%,而日本仅有26%。

进一步观察微观数据可以看到，2016-2021 年在美国超市自有品牌（Store brand/Private Label）销售的新鲜包装面包的销售量/销售额占比均值达到 33%/22%。在德国，Aldi、Lidl、Rewe 三家大型超市占烘焙食品的销售额占比在过去几年稳定在 14%左右。我们认为这背后的原因在于，新鲜面包作为欧美国家的主食品类，具备高频且价格敏感度较高的消费属性，而这一消费特性又极大地符合了类似 Aldi、Lidl、Wallmart 这些大型商超提供高周转、平价、日常消费商品的功能定位。因此，我们可以看到，欧美的大型商超在烘焙食品销售中扮演重要角色，并且通常以其商超的自有品牌（Store brand/Private Label）来参与竞争。在这种格局下，烘焙食品厂商一般会以直接向商超供货以及为超市自有品牌进行代工的模式参与竞争。

图 12：2021 年美/德/日烘焙食品现代流通渠道结构对比

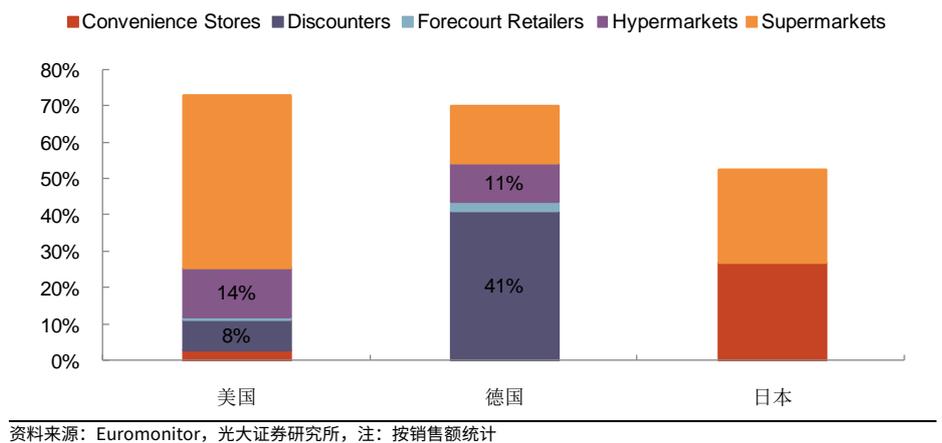


图 13：美国超市自有品牌销售新鲜包装面包的份额占比

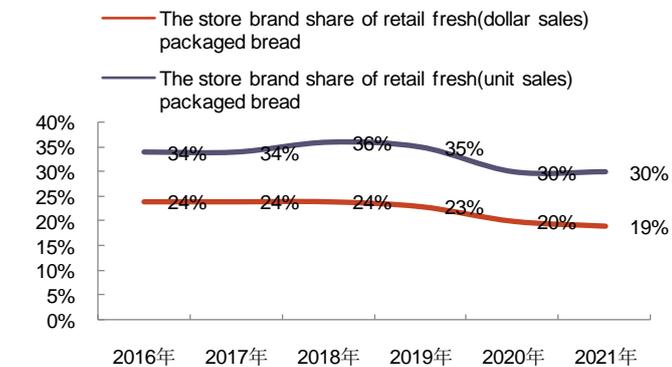
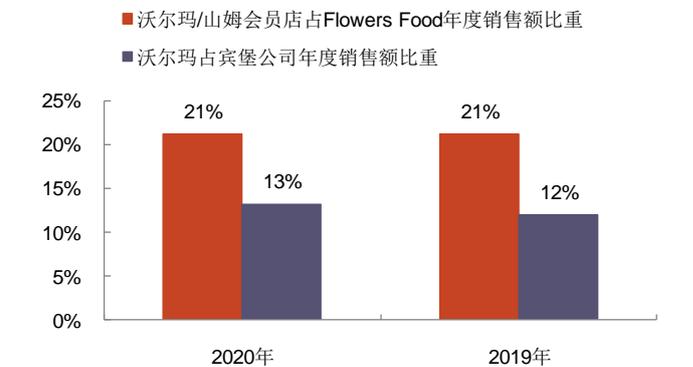


图 14：美国前两大烘焙食品公司在沃尔玛的年度销售额

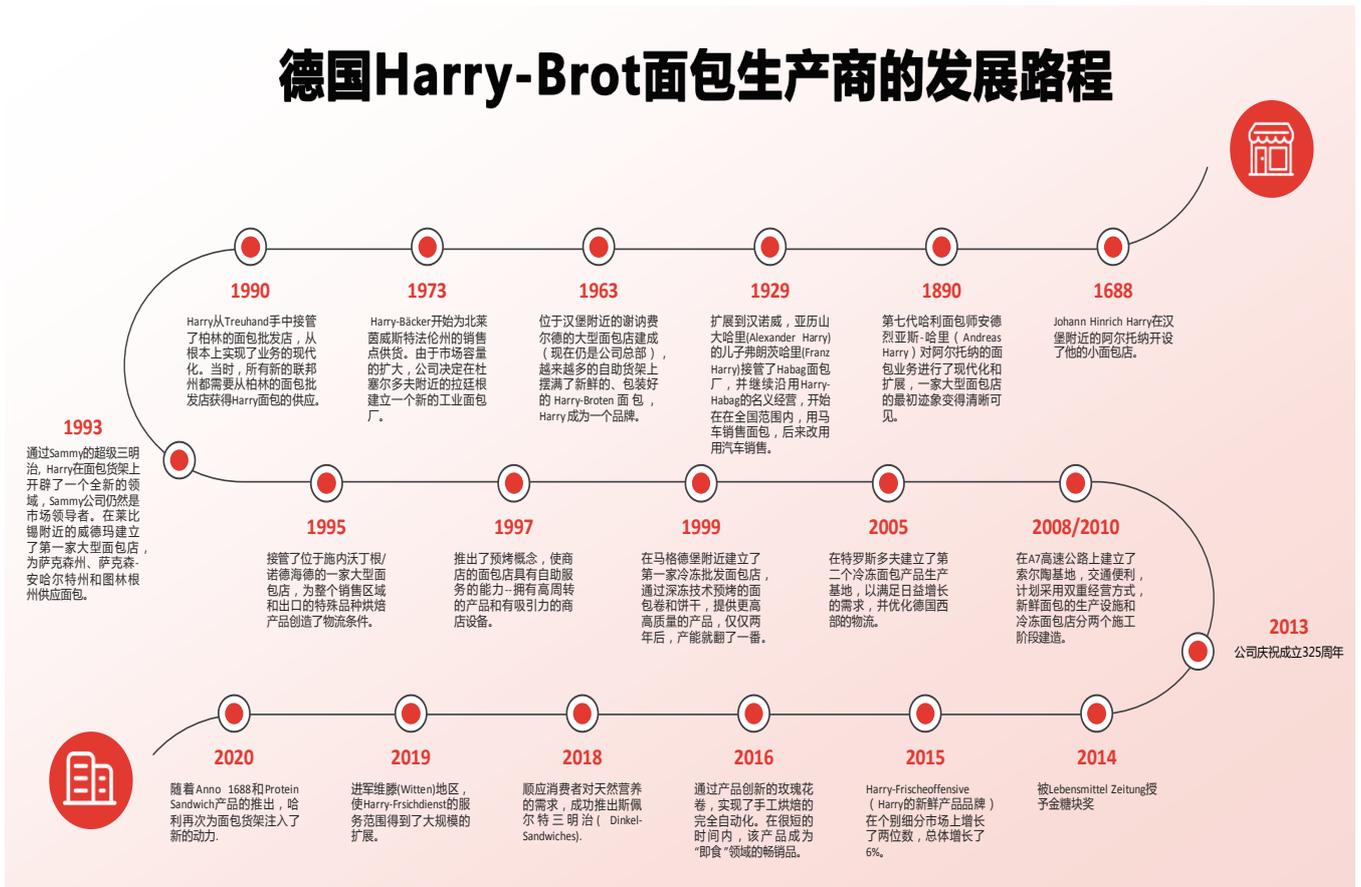


### 3、关于对“冷冻烘焙”食品的理解

冷冻面团（Frozen doughs）是烘焙食品生产中的一项技术工艺，而非一个品类。立高食品上市以来，资本市场对冷冻烘焙食品的关注热度持续提升，但是大家难以找到相对纯粹的从事冷冻烘焙面团制作的海外公司进行对标，这导致市场对立高食品中长期的成长空间存在争议。我们认为，冷冻面团是制作烘焙食品的一项技术优化，它不是一个消费类目的创新，预发酵/预烘烤/预成型/预冷冻技术在国外的诞生并使用主要是帮助国外已经存在上百年的烘焙食品制造商优化生产/

配送效率。以德国最大的烘焙食品制造商 Harry-Brot 为例，其早在 1997 年就推出了预烘焙概念，帮助终端面包店实现自助服务；1999 年，Harry-Brot 在 Magdeburg 附近建立了第一家大型冷冻面包工厂，通过深度冷冻技术生产预烘焙面包等烘焙食品，并在 2001 年实现产能翻倍；2015 年，公司进一步建造了第二个冷冻烘焙食品生产基地，以满足不断增长的产品需求以及优化其在德国西部业务的物流配送效率。再以全球最大的烘焙食品厂商宾堡为例，从 2001 年开始，公司陆续通过并购的方式切入冷冻面包（Frozen bread）领域，比较典型的是 2003 年，公司与美国维益（Rich Products）达成了关于冷冻面包的生产、技术转让和技术咨询的合作协议。

图 15：德国 Harry-Brot 面包生产商的发展历程



资料来源：Harry-Brot 公司官网，光大证券研究所整理

表 2：宾堡集团对冷冻面包领域的收购

时间	简介	生产类型
2001 年 11 月	公司从 Gruma, S.A. de C.V. 收购了与面包生产和分销有关的某些经营性资产。这次收购包括哥斯达黎加的新鲜和冷冻面包业务	冷冻面包
2002 年	公司通过其在美国的子公司，收购了乔治-韦斯顿有限公司在美国西部地区的烘焙业务（其中包括 Thomas®）	冷冻松饼
2003 年 10 月 31 日	与 Rich Products 公司达成了关于冷冻面包的生产、技术转让和技术咨询的合作协议	冷冻面包生产、技术
2011 年	Sara Lee 公司的北美新鲜烘焙业务 Earthgrains	冷冻面包
2014 年	完成了对加拿大面包公司的收购，集团获得了其美国冷冻面包业务。通过整合加拿大面包公司的业务，集团扩大了其在北美和欧洲的地理分布。在加拿大和英国增加了其产品组合，包括一个新的冷冻面包系列。	冷冻面包
2017 年	Grupo Bimbo 收购了 East Balt Bakeries，主要服务于快餐服务餐厅行业，主要生产新鲜和冷冻的面包和松饼、贝果、饼干、玉米饼和其他手工产品	冷冻面包、松饼
2019 年 8 月 2 日	完成了对英国新鲜和冷冻百吉饼(贝果)工厂 Mr. Bagels 的收购	冷冻贝果
2020 年 1 月 2 日	通过其子公司 BBU，收购了贷方 de Conagra Brands 品牌的冷冻百吉饼(贝果)业务	冷冻贝果

资料来源：宾堡集团公告，光大证券研究所整理

冷冻面团是典型的 2B 生意，从全球数据来看，其市场容量占终端烘焙食品零售额的比重大致在 3%左右。考虑冷冻面团具备便利 (Convenience)、节省劳动力 (Labor saving)、快速 (Quick)、简便 (Easy)、产品一致性 (Consistent) 程度高的应用特征，其在美国的典型下游客户包括披萨/三明治店 (pizza/subs)、面包店 (In-Store Bakeries)、医疗机构/学校 (Institutions)、便利店 (C-store)、快餐店 (QSR)、游乐场所/体育场馆 Concessions、餐馆 (Restaurant)。根据全球 Allied Market Research/Euromonitor 的数据，2020 年全球冷冻面团市场/烘焙食品零售额的市场规模为 101/3886 亿美元，可以简单估算全球的冷冻面团在烘焙食品零售额的使用占比约为 2.6%，该数据与我们在前期报告《风起云涌，掘金味蕾盛宴——烘焙产业链深度报告》的测算基本类似。

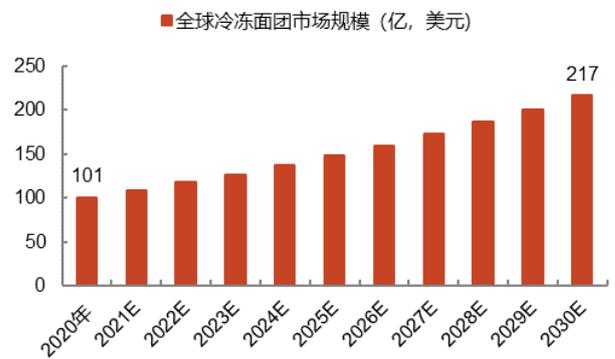
考虑冷冻面团行业的以上两大特性，国外历史悠久的冷冻食品厂商以及烘焙食品厂商一般会通过自建产线或者进行并购的方式切入冷冻面团领域，这是国内投资者在对冷冻面团厂商进行海外对标研究时难以找到相应公司的主要原因。

图 16：冷冻面团下游的主要应用场景



资料来源：Gonnella 公司官网，光大证券研究所

图 17：全球冷冻面团 (global frozen doughs) 市场规模



资料来源：《Global Frozen Doughs Market, Opportunities and Forecasts, 2021-2030》预测，光大证券研究所

图 18：欧睿口径下全球烘焙食品零售规模 (亿美元)



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

表 3：中国冷冻面团在烘焙食品的渗透率测算

	2020	2025E	
手工烘焙占比	72%	68%	
烘焙店、商超等原材料成本占比	50%	50%	
冷冻烘焙在原材料中的渗透率	10%	20%	30%
经销商毛利率	15%	15%	15%
餐饮烘焙渠道占比	10%	15%	15%
中国冷冻面团出厂规模/烘焙食品零售规模	2.8%	4.9%	7.4%

资料来源：Euromonitor，渠道调研，光大证券研究所测算

表 4：国外主要冷冻烘焙食品厂商

排名	公司	2020-2021 销售额 (亿美元)	财务年度	产品	工厂数量*
1	泰森食品	470	10/3/2021	玉米饼、面包条	110
2	通用磨坊公司	181	5/31/2021	面包、面团	24
3	康尼格拉食品	11.1	5/31/2021	面包、蛋糕、馅饼	32
4	鲜花食品	43	1/2/2022	面包、饼干、面团	45
5	Rich Products Corp.	40**	12/31/2021	面包、面包卷、百吉饼、饼干、饼干、蛋糕、面团、比萨饼皮	41
6	施万公司	31	12/31/2021	面团、馅饼	17
7	CSM Bakery Solutions	22**	12/31/2021	面团、面包、饼干	8
8	道恩食品公司	20**	12/31/2021	蛋糕、饼干、面团、早餐用品	57
9	Weston Foods	17	12/31/2021	面包、蛋糕、馅饼、甜点、饼干、面包卷、百吉饼	40
10	ARYZTA North America	15.4**	7/31/2021	饼干面团，即烤面包	19
11	兰卡斯特食品公司	15	6/30/2021	大蒜面包、卷饼	10
12	FGF Brands	12.2**	-	甜品，甜食，扁平面包，层压面团	10
13	J&J 休闲食品公司(强生零食公司)	11	9/30/2021	软脆饼、脆饼卷、袖珍三明治、手持馅饼	16
14	Europastry	10.7**	12/31/2021	面包、饼干、面团	3
15	Hostess Brands	9.0767**	12/31/2021	烘焙食品	5
16	Harlan Bakeries, LLC	8.43**	12/31/2021	面包、饼干、面团	5
17	Give and Go Prepared Foods Corp.	5.926**	6/30/2021	面包、面包卷、百吉饼、饼干、面团、饼干、蛋糕、甜点	6
18	萨拉-李冷冻面包店	5.48**	6/27/2021	面包、蛋糕、馅饼、糕点、甜食	5
19	图拉诺烘焙公司	2.11**	12/31/2021	面包	5
20	布里奇福德食品公司	1.98**	10/30/2021	面团、面包、卷饼、饼干	5
21	Lone Star Bakery	1.353**	3/31/2021	蛋糕、甜食、面团	2
22	Dianne's Fine Desserts	1.046**	12/31/2021	冷冻甜品、蛋糕、饼干、新奇食品	2
23	Gonnella Baking Co.	1**	12/31/2021	面包，面团	3
24	Rhodes Bake-N-Serv	0.65**	6/30/2021	面包、卷饼、肉桂卷面团	1
25	The Fillo Factory/Cuisine Innovations Unlimited	0.5**	12/31/2021	面团、酥皮、酥皮壳、可丽饼、甜点	2

资料来源：Refrigerated &amp; Frozen Food，光大证券研究所，注：\*表示并非所有工厂都生产冷冻烘焙食品，\*\*表示 2021 财政年度数据在发稿时尚未公布，或公司尚未确认数字，销售数据为市场调研统计数据

冷冻糕点与冷冻披萨是冷冻烘焙食品在 2C 端值得重点关注的两大领域。根据国外成熟的冷冻烘焙产业经验来看，除了使用冷冻面团制作面包以外，冷冻蛋糕和糕点（Frozen Cake & Pastry）以及冷冻披萨（Frozen Pizza）是 2C 端两大值得关注的重点领域。根据 IBIS World 的数据，步入成熟期的美国市场，2021 年冷冻蛋糕和糕点以及冷冻披萨的市场容量大致约为 62/50 亿美元，大致是同口径下美国冷冻/新鲜面包及烘焙食品（Fresh and Frozen bread and other baked goods）的 13%/10%。从品类属性来看，披萨得益于其相对较低的价格、食用的便利性，一直是美国最受欢迎的冷冻食品品类。此外，披萨作为主食的消费场景相对单一，行业的市场份额相对集中，2020 年雀巢、Schwan's Company、通用磨坊三家占到美国冷冻披萨行业近 51% 的市场份额。冷冻蛋糕和糕点方面，由于其作为点心的特征，细分品类相对丰富，并且不少产品的消费场景主要集中在感恩节、圣诞节等节假日，导致单一品类能支撑的市场容量整体有限，行业格局相对零散。2020 年，Schwan's Company、Conagra Brands, Inc 两家的市场份额仅有 10%/7%。而从渠道结构来看，冷冻蛋糕和糕点以及冷冻披萨相对一致，2020 年经销商渠道占比均接近 45%。除经销商渠道以外，冷冻蛋糕和糕点的下游还包括大型零售终端以及餐厅、酒店、医院等餐饮运营服务机构。而冷冻披萨的下游客户包括大型零售终端以及线上渠道、区域型披萨店、学校、公司食堂等机构。

图 19：美国冷冻糕点（Frozen Cake & Pastry）/披萨（Frozen Pizza）规模（亿美元）

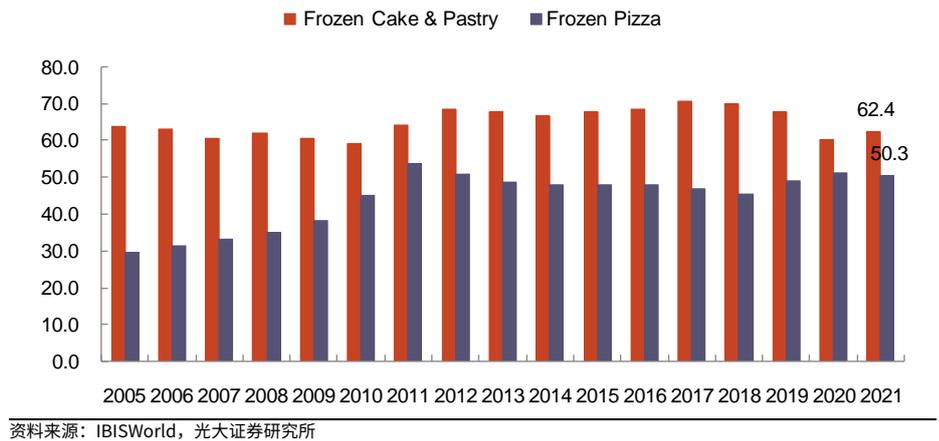


图 20：美国冷冻糕点（Frozen Cake & Pastry）行业竞争格局

2022年美国冷冻糕点市场份额占比

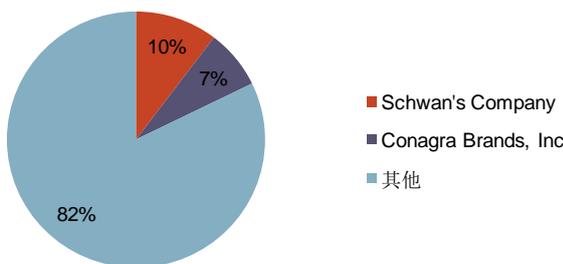


图 21：美国冷冻披萨（Frozen Pizza）行业竞争格局

2020年美国冷冻披萨市场主要公司股份占比 (%)

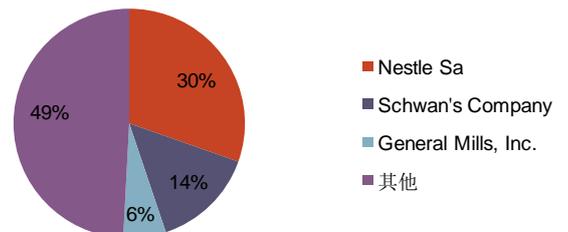
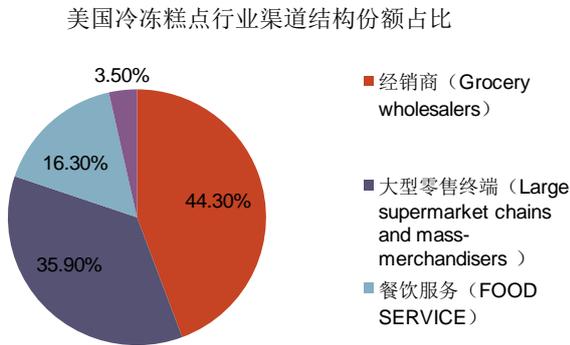
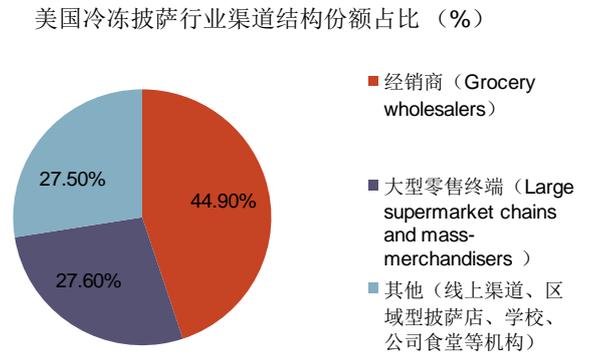


图 22：美国冷冻糕点（Frozen Cake & Pastry）渠道结构



资料来源：IBISWorld，光大证券研究所，注：按收入规模统计

图 23：美国冷冻披萨（Frozen Pizza）渠道结构



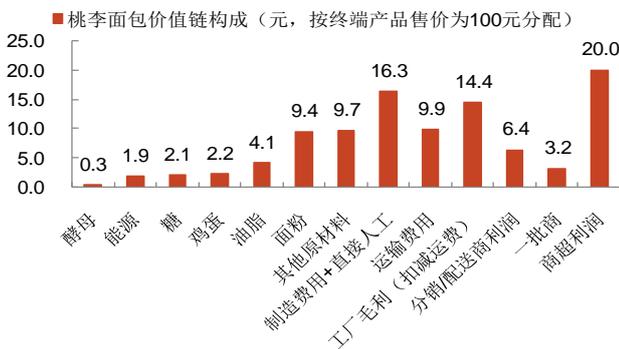
资料来源：IBISWorld，光大证券研究所，注：按收入规模统计

## 4、通过海内外对标加大对桃李面包的理解

### 4.1、产供销三维度剖析桃李面包的商业模式

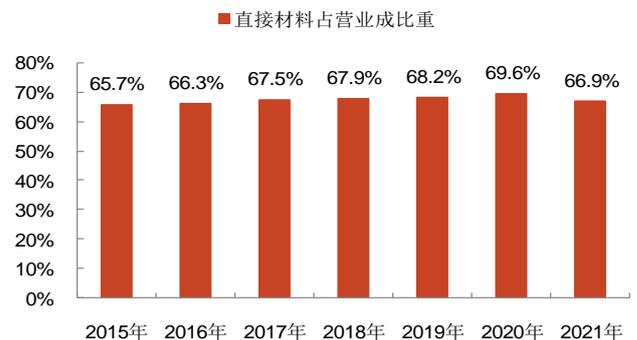
价值链的拆分，是我们理解桃李面包商业模式的起点。拆分桃李面包的价值链，我们可以看到 100 元售价的终端零售产品，其中 46 元支付给了公司工厂的生产制造环节、10 元支付给了桃李公司的运输配送环节、公司扣减运输费用后获得毛利 14 元、终端获益 30 元（其中经销商获益 10 元、商超获益 20 元）。透过价值链的分布可以看到，以面粉和油脂为主的原料价格波动、制造环节的规模效应、运输环节的配送效率、以及公司对终端环节的议价能力和利润分配模式是理解桃李盈利模式的抓手。而从原料的构成来看，考虑油脂+面粉是大宗原料供给，公司相对产业链上游环节的议价能力相对有限，生产端的规模效应将更多依赖自身生产效率的优化。

图 24：桃李面包价值链构成



资料来源：桃李面包公告，渠道调研，光大证券研究所

图 25：桃李面包直接材料占营业成本的比重相对稳定

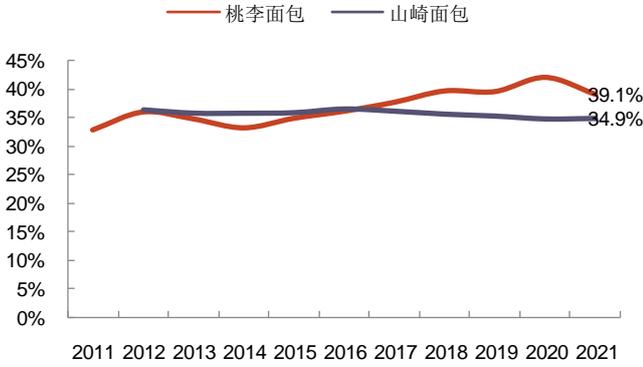


资料来源：桃李面包公告，光大证券研究所

桃李面包毛利率水平与海外面包厂商基本持平，且通过制造环节的规模效应带来毛利率的提升。从海外对标来看，日本山崎面包和全美面包厂商毛利率稳定，2011-2021 年的均值在 36%/37%左右。虽然，桃李面包 2011-2021 年的毛利率均值与海外面包厂商基本一致，但是呈现出稳步提升的态势。拆分量价关系来看，

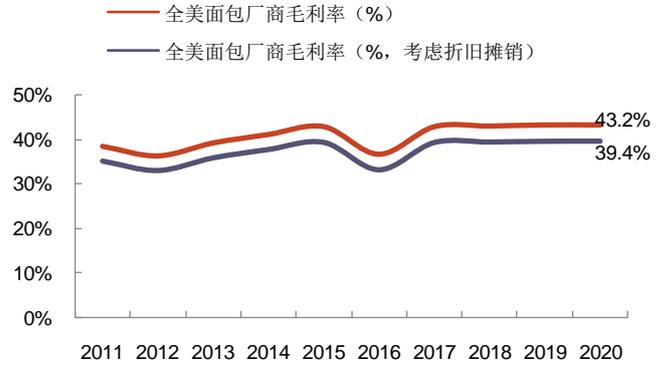
2015-2021 年桃李面包的销售吨单价复合增速仅有 0.69%，其毛利率的提升更多的是源自其在生产端的规模效应。具体来看，2015-2021 年期间，公司制造费用及直接人工占营业收入的比重累计下降近 4Pcts。

图 26：桃李面包与山崎面包毛利率变动趋势（%）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 27：美国面包制造商总体毛利率水平（%）



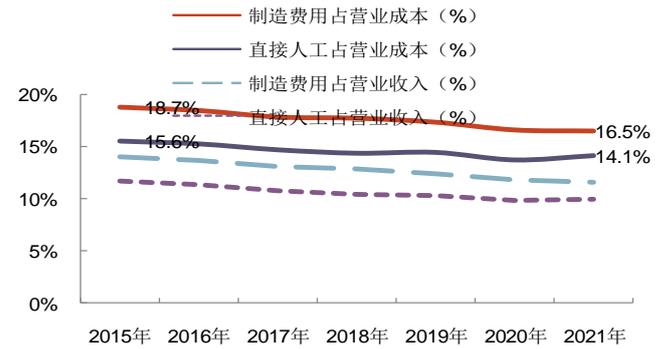
资料来源：IBISWorld，光大证券研究所

图 28：2015-2021 年桃李面包销售吨价提升不显著



资料来源：桃李面包公告，光大证券研究所

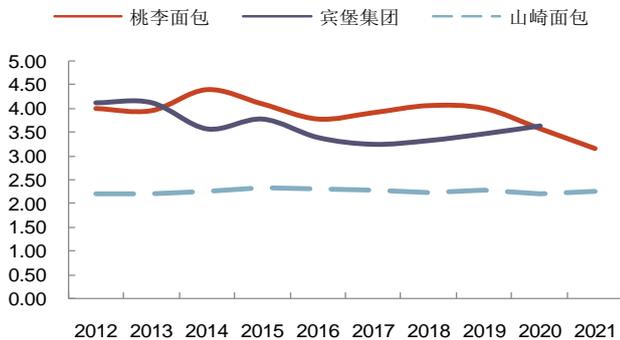
图 29：桃李面包制造费用与直接人工占营业成本比重（%）



资料来源：桃李面包公告，光大证券研究所

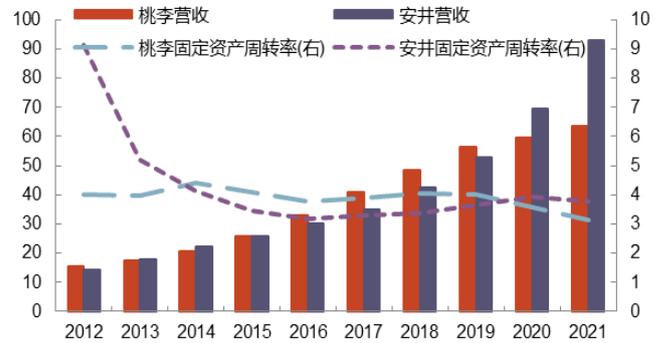
受益于国内持续增长的行业规模，桃李的固定资产运营效率可与海外龙头厂商媲美。2012-2021 年期间，山崎面包的固定资产周转次数基本稳定在 2.3 次左右；宾堡集团同期均值在 3.6 次左右，其在 2016 年开始进行的成本削减计划对固定资产运营效率有提升作用。桃李的固定资产周转次数在 2020 年前基本稳定在 4 次左右，2020/2021 年受疫情的扰动，固定资产周转次数逐年下滑，到 2021 年下滑至 3.1 次。通过对比我们可以看到，虽然桃李的固定资产运营效率波动相对较大，但是受益于国内仍在持续增长的行业规模，其整体表现并不逊色于海外龙头厂商。

图 30: 桃李面包/宾堡集团/山崎面包固定资产周转次数对比



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 31: 桃李/安井营收(亿元)与固定资产周转率对比



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

品类之间的差异对于企业潜在的运营效率存在重大影响。通过引入与桃李面包同样采取“销地产”模式的安井食品进行比较,可以帮助我们进一步加深对于烘焙食品品类属性的理解:

从营收体量的角度来看,2015年之前,桃李/安井的收入体量基本持平;2016-2019年,桃李增长降速,安井增长提速;2020-2021年,桃李受疫情扰动收入降速明显,安井则通过扩品类推新品、逆势抢份额的方式维持收入高增。

从固定资产周转次数的表现来看,2014-2019年期间,桃李的周转次数也都略高于安井,不过在2020-2021年以后安井的固定资产周转次数稳中有升,桃李则由于收入增速放缓固定资产周转次数出现了明显下降。通过对两者在固定资产端进行比较可以看到:

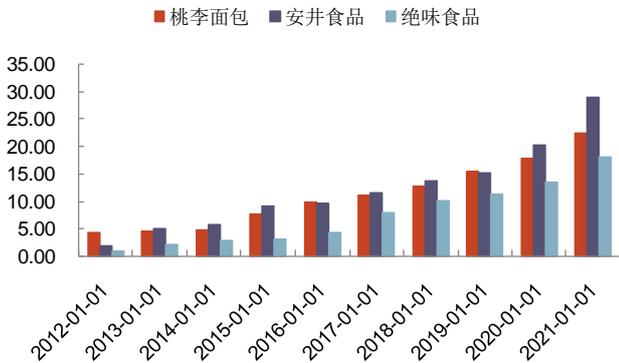
(1) 从存量固定资产规模对比的角度,桃李与安井的固定资产总规模在2016-2019年间基本持平,2019年均约为15亿左右,对应的收入体量在56/53亿,总体差别不大,两者的固定资产规模与绝味相比(2019年收入规模52亿)则要高35%左右;

(2) 从单吨产能所需的投资规模对比的角度,2018年桃李青岛2.96万吨烘焙食品项目以及安井食品河南10万吨速冻食品项目的投资总额基本持平,桃李面包/安井食品形成单吨产能所需的投资规模分别约为1.2/0.3万元,当然,由于烘焙与速冻分属不同品类,两者简单对比意义有限;

(3) 从销售吨单价来看,主打C端产品的桃李面包较BC端产品属性兼顾的安井食品(剔除菜肴类制品)值高出46%(2016-2021年取算术平均值)。但是,考虑到国内以米面制品、肉制品、鱼糜制品为主的冷冻食品相比烘焙食品在终端消费环节有更高的渗透率以及更广泛的应用场景,且安井自身具备较强的渠道掌控力,安井食品单位项目投资额所带来的销售收入基本在2.2-3.2倍之间,而桃李面包则基本处于1.3-1.4倍之间。

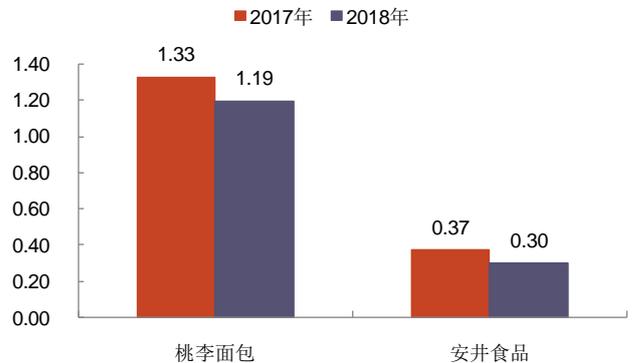
综上,我们可以看到,虽然两者均为在各自细分行业具备高效运营能力的龙头企业,且在产销模式上具有相似性,但是品类之间的差异对企业潜在的运营效率是存在重大影响的。

图 32：桃李面包/安井食品/绝味食品历年固定资产（亿元）



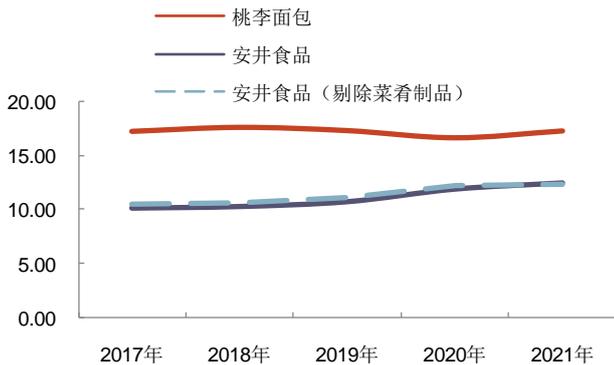
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 33：桃李面包/安井食品项目投资总额/产能（万元/吨）



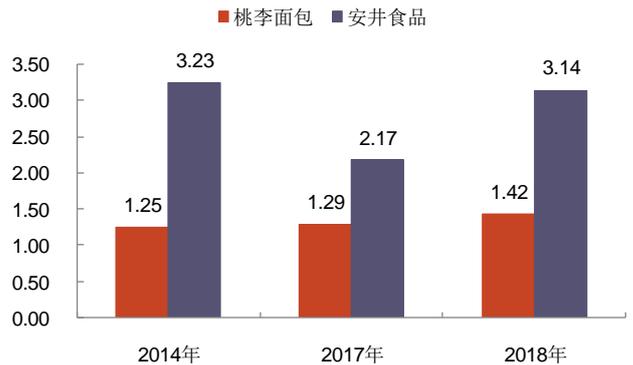
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 34：桃李面包/安井食品的销售吨单价（元/kg）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 35：桃李面包/安井食品单位项目投资额所带来的销售收入

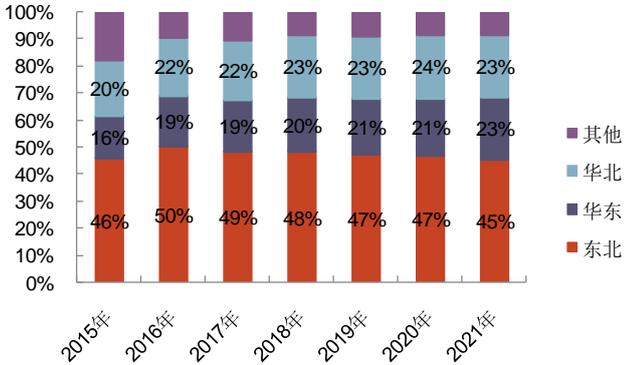


资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：单位：倍

## 4.2、论桃李的跨区发展及南方市场破局之道

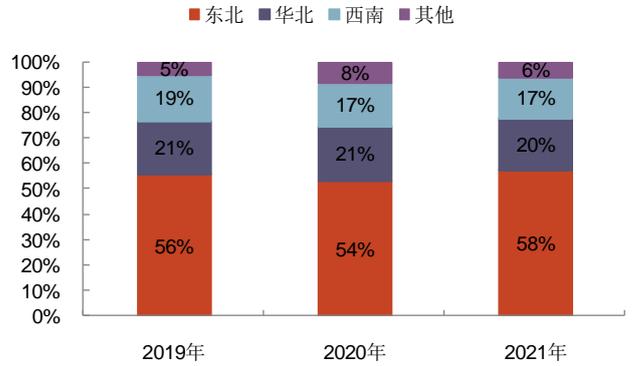
从品类的定价能力、生产端规模效应的释放、运营端固定资产的利用效率三方面来看，我们认为桃李面包均具有较强能力，关于桃李的核心问题还是其在东北地区积攒的经验和能力如何在南方市场破局。从公司收入结构来看，东北和华北地区 2015-2021 年的收入占比基本在 66%-72% 之间波动，2018 年-2021 年期间，虽然占比有所下降，但幅度仅从 71% 降至 68%。规模效应的存在使得东北/华北地区持续成为公司利润的核心来源，2021 年贡献公司接近 78% 的净利润。

图 36: 桃李面包公司分区域收入结构



资料来源: 桃李面包公告, 光大证券研究所

图 37: 桃李面包公司分区域利润结构



资料来源: 桃李面包公告, 光大证券研究所

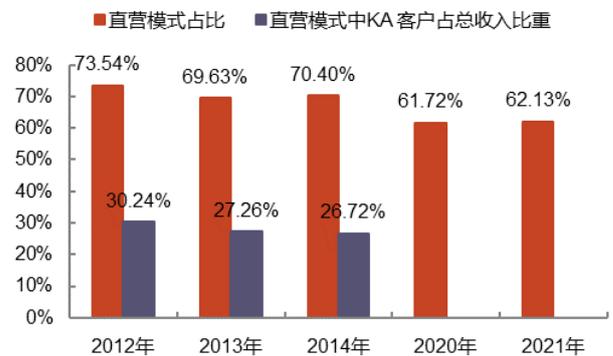
我们认为公司在北方市场特别是东北的成功主要得益于: 其一, 相对本土竞品而言, 公司成立时间更长, 且产品质量稳定, 较竞品有更高的市场品牌知名度, 从而容易形成更强的品牌拉力, 这能帮助公司在当地直营连锁体系形成较高的渗透率, 在公司向南方拓展前的 2012-2014 年期间, 通过直营模式对接 KA 渠道的收入占比接近 30%。而根据渠道调研反馈, 桃李在东北 KA 渠道的渗透率超过 85%。其二, 经济发展水平的高低决定现代流通渠道的发达程度, 东北的渠道结构与华东华南等经济发达地区相比, 类似便利店、县乡商店以及小卖部等传统流通渠道扮演了更为重要的角色。而公司在传统流通渠道常年运作所积累的经销商资源、依托中心生产基地所形成的渠道分销广度则容易形成较高壁垒。事实上, 桃李并不排斥经销商经营竞品, 但是考虑到短保面包需要每天配送, 经销商精力不足以分散, 短保面包这一特殊的品类属性也进一步提高了新进入者在东北/华北市场攫取其市场份额的难度。综上, 桃李在东北地区形成了较高的渠道壁垒, 根据我们渠道调研的反馈, 桃李在东北新开的市场, 一般通过 3-4 年的运营, 其占有率能达到 60%。

图 38: 桃李面包按配送模式的渠道结构



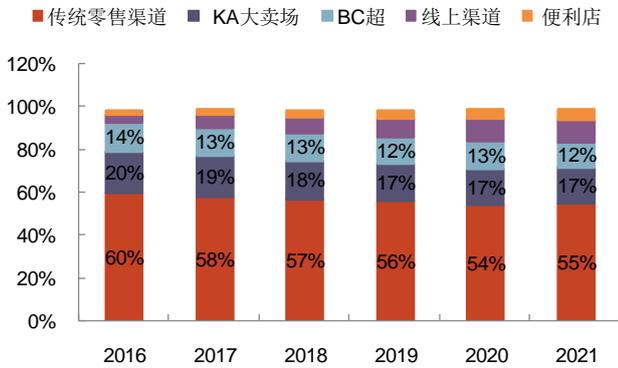
资料来源: 桃李面包公告, 光大证券研究所

图 39: 桃李面包 2012-2014 年直营模式收入占比较高



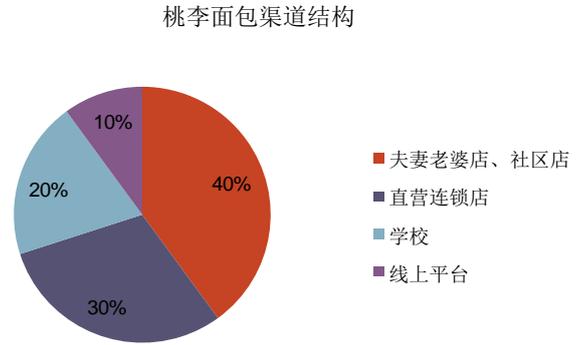
资料来源: 桃李面包公告, 光大证券研究所

图 40：中国烘焙食品的渠道结构



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所，注：按销售额统计

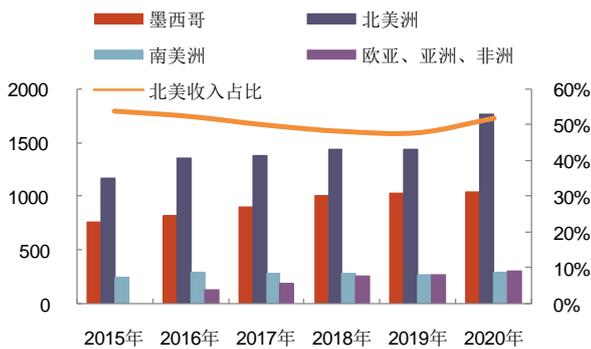
图 41：桃李面包在华东某省的渠道结构



资料来源：渠道调研（2022年），光大证券研究所，注：按销售额统计

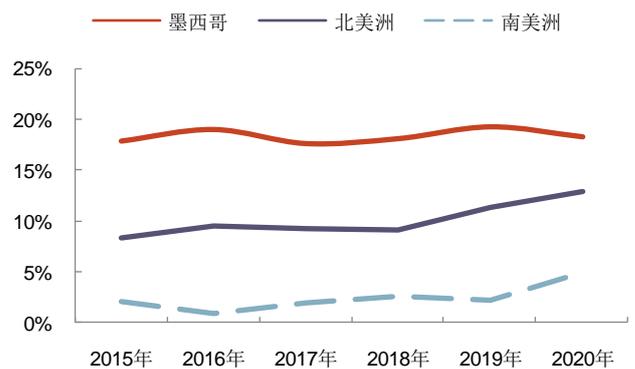
短保面包的品类属性是一把“双刃剑”，对传统基地市场形成保护的同时，也加大了企业跨区发展的难度。事实上，短保面包的跨区域发展历来不是一件容易的事，以全球龙头宾堡为例，2015-2020年，北美市场占到集团总收入的50%，但是北美市场经调整后 EBITDA/营业收入相比宾堡在墨西哥基地市场接近 18% 的水平仍有差距。反观桃李，考虑到华东、华南市场更高的项目投资回报能力以及更大的市场容量，桃李从 2018 年开始果断南下，经过近年的产能扩张，华东工厂的总资产规模持续增加，于 2021 年达到 17 亿元，已超过公司在东北的资产布局力度。从经营成果来看，2015 年到 2021 年，桃李在华东地区的收入从 4 亿元扩张到 14.7 亿元，收入占比从 16% 提升至 23%。但华东地区 ROA 明显低于东北和华北地区，且呈现下降趋势。因此，虽然在公司布局下，华东地区收入扩张较为明显，但经营绩效由于短保的品类属性依然存在一定劣势。

图 42：宾堡集团在全球各大市场的营收结构



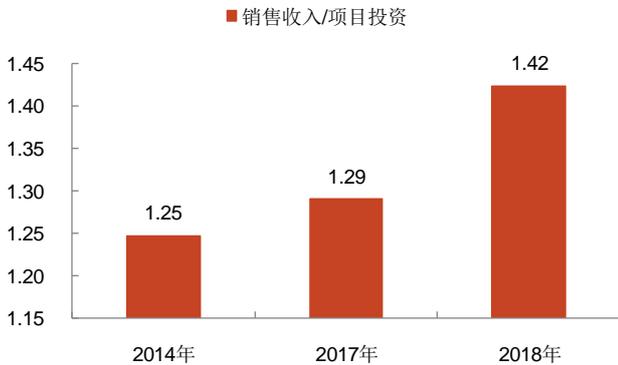
资料来源：宾堡集团年报，光大证券研究所，注：左轴营收单位为亿比索

图 43：宾堡集团在全球各大市场经调整后 EBITDA/营业收入



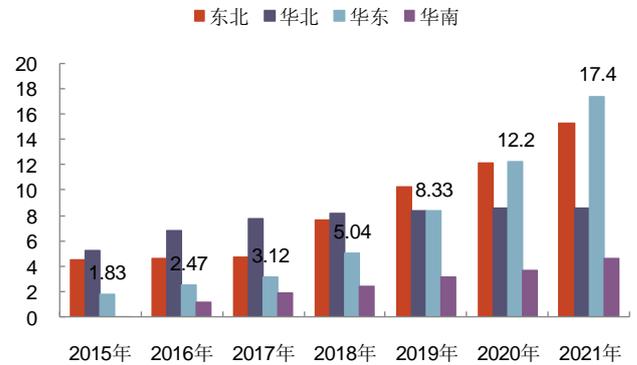
资料来源：宾堡集团年报，光大证券研究所

图 44：桃李面包向南方市场布局的销售收入/项目投资（倍）



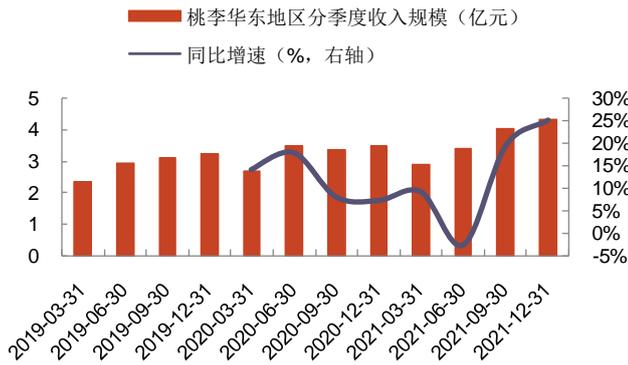
资料来源：桃李面包公告，光大证券研究所

图 45：桃李面包在华东地区总资产规模（亿元）迅速扩张



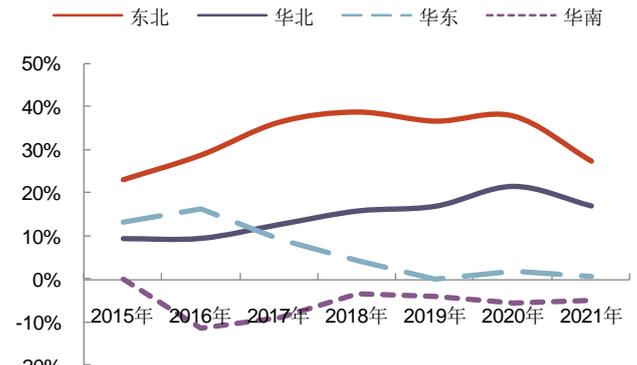
资料来源：桃李面包公告，光大证券研究所

图 46：桃李面包华东地区单季收入及同比增速



资料来源：桃李面包公告，光大证券研究所

图 47：桃李面包全国各大区域的 ROA



资料来源：桃李面包公告，光大证券研究所

**南方市场的破局之道？**从产品的角度看，渠道调研数据显示，桃李的三个大单品奶棒面包、豆沙包、醇熟合计占销售额的比重约为 30%。但是，在以上海/广州/深圳为代表的华东/华南地区，不仅“短保转现烤”的趋势显著，而且品类零食化的属性也在加剧，不少休闲食品厂商以 OEM 方式切入市场，导致产品创新层出不穷，虽然公司推出了岩烧蛋糕、乳酪面包、酥皮面包、蔓越莓切片等新品，但是零食属性加重的烘焙产品容易出现“遗忘曲线”则是客观事实，这对公司产品迭代推新的能力提出了更高要求。以山崎为例，其品类结构中主食面包占比大致在 15%左右，而具有零食属性的甜面包常年收入占比稳定在 45%，2021 年公司也顺利通过新品投放带动营收增速由负转正。以宾堡为例，虽然该公司拥有 7 个 10 亿美元、1 个 5 亿美元、5 个 2.5 亿美元、9 个 1 亿美元的品牌组合以及超过 1.3 万个 SKU 产品组合，但是公司依然保持了较高的产品创新强度。2020 年，宾堡推出了第一款品牌名为 Oroweat Organics for kids 的儿童有机面包、仅有七种成分制作的 Natural 100%面包、以及含有 30%纤维营养价值的 Silueta 面包等。

图 48：烘焙产品遗忘曲线



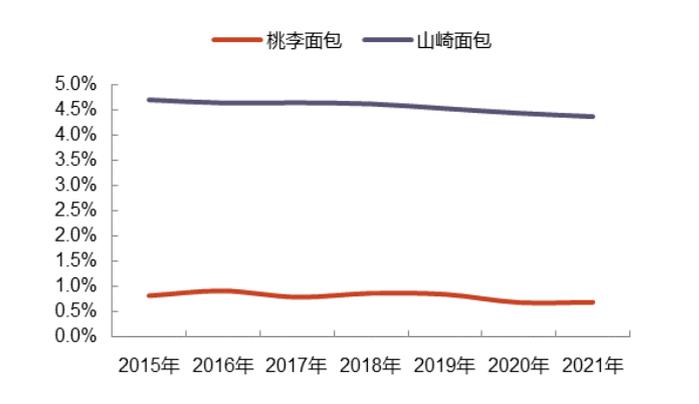
资料来源：美团《2022 烘焙品类发展报告》，光大证券研究所

图 50：山崎甜面包产品组合（2021 年年报）



资料来源：山崎面包公告，光大证券研究所

图 49：山崎面包/桃李面包广告费用占营收比重



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 51：宾堡面包产品组合



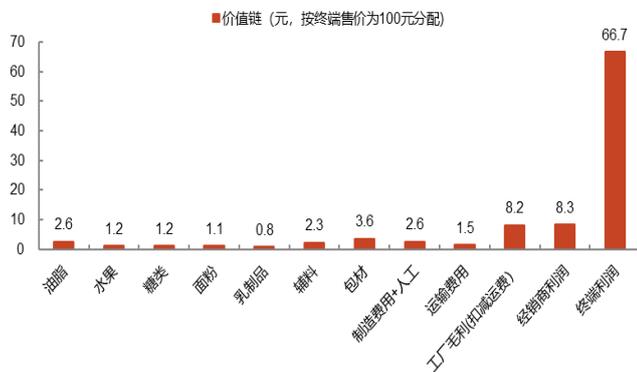
资料来源：宾堡集团公告，光大证券研究所

从渠道完善的角度而言，桃李在华东地区加大现代流通渠道的布局力度，同时，预期下沉市场销售额在未来能有改善。不同于北方地区传统渠道占比较高，华东地区大型 KA 等现代流通渠道在面包烘焙销售中占据较高比重，现代渠道的突破是桃李未来在南方市场布局的重点，例如在上海，渠道反馈桃李 KA 占比约 20%，其余为流通渠道。上海等市场 KA 渠道相对发达，桃李基本覆盖全国性 KA 品牌如大润发、沃尔玛、华润万家、永辉、麦德龙等，部分区域性 KA 也在推进中。公司通过经销商和直营模式相结合，并增加业务人员和促销活动，大型 KA 占比有望继续提升，渠道反馈桃李在上海等华东地区流通渠道覆盖率仍有提升空间。考虑现代渠道费用较高、经销商利润有限可能导致经销意愿较弱，因此，渠道突破也对公司品牌建设、产品认可度提出了较高要求。以宾堡为例，渠道布局亦与当地渠道特征匹配，北美、西欧等发达国家市场以现代流通渠道为主，即 KA、便利店等，2021 年，仅沃尔玛一家 KA 客户即占宾堡总销售额的 13.9%，而南美、东欧等新兴市场则以传统渠道为主，即夫妻店等。

## 5、通过海内外对标加大对立高食品的理解

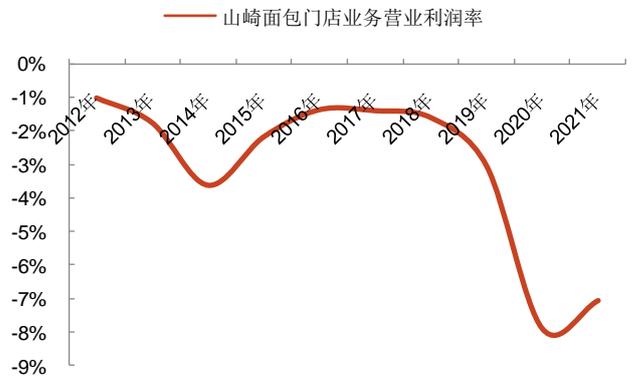
立高食品是面包现烤烘焙品类不可替代的“卖铲人”。对立高食品的价值链进行拆分我们可以看到，消费者花费 100 元在烘焙门店购买的立高产品，其中门店终端获取近 67 元利润，经销商获取 8 元。立高扣除 1.5 元运输费后得到的毛利约 8 元。另外，消费者 100 元购买的产品，其中支付给生产环节的各项费用大致在 15 元（桃李大致在 46 元），这 15 元分别有近 3 元用于支付油脂原料的成本，3 元用于支付制造费用与人工费用。立高的价值链模型反映了目前国内冷冻烘焙行业及其下游终端门店客户的现状，即由于人工+租金持续高企，终端需要用高加价倍率才能维护门店较高的经营杠杆。即使是全球顶尖的短保品牌山崎面包，其门店业务的营业利润率自 2012 年以来也从未转正，在面对全球疫情冲击的 2020-2021 年更是出现大幅下滑。这意味着，只要是消费升级持续推动烘焙品类升级，立高作为“现烤烘焙”品类的“卖铲人”，其在产业链上游环节就存在不可替代的角色定位。

图 52：立高食品价值链拆解



资料来源：立高食品公告，渠道调研，光大证券研究所

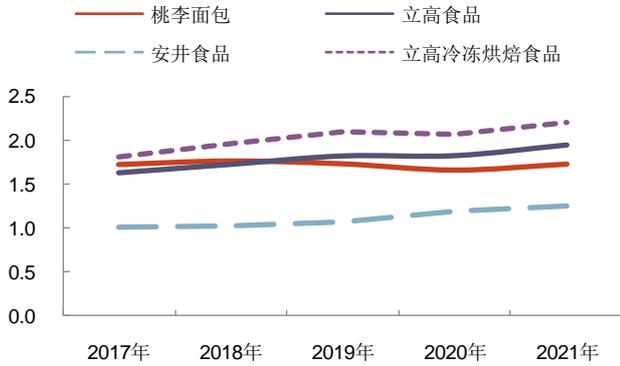
图 53：山崎面包门店业务利润率



资料来源：山崎面包公告，光大证券研究所

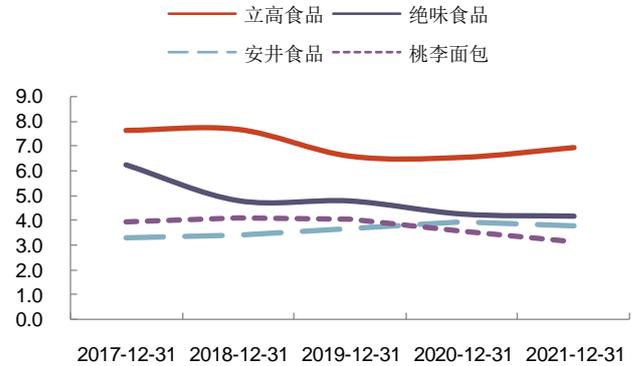
立高在生产端具备高效的投入产出比，快速做大收入则是关键要务。对于立高而言，快速抢占传统小 B 门店的市场份额、高度关注下游快速放量的新兴渠道、持续迭代产品/服务解决方案则是立高食品的取胜之匙。与此同时，终端门店现烤的模式叠加品类偏零食的属性，消费者对价格的敏感度不高，能够支撑产品实施高毛利率定价，这提升了门店端在向立高采购产品时对价格的容忍度。因此，立高能在工厂生产端呈现出较其他品类更高的运营效率。从对比数据上可以看出，随着冷冻烘焙食品占比的提升，立高食品综合的销售吨单价明显优于桃李/安井，2017-2021 年期间，基本保持 4% 的年复合增速；相较于桃李、安井、绝味，立高也具有更高的固定资产周转率，2017-2021 年期间，立高的固定资产周转率均值为 7 次，对比绝味/安井/桃李分别为 5/4/4 次。当然，这也与立高食品进入固定资产扩张期的时间较晚有关系；对比桃李、安井、立高的募投项目金额与预期回报来看，立高的产能扩张具备较高的“性价比”，其 2019 年三个募投项目单吨产能所需项目投资总额平均值为 2.2 万/吨，而单位项目投资对应的单位预估销售收入平均达到 3.0 倍，较桃李/安井过去募投项目平均水平的 1.3/2.8 倍更高。

图 54: 立高食品/桃李面包/安井食品销售单价 (万元/吨)



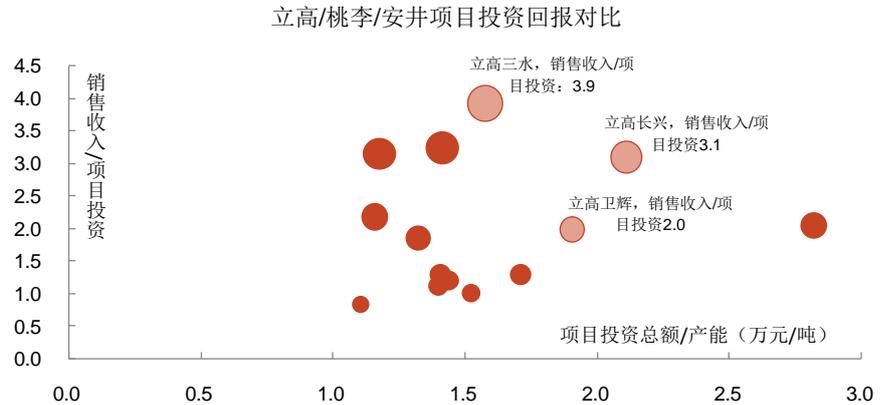
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 55: 立高食品/桃李面包/安井食品/绝味食品固定资产周转率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 56: 立高食品/桃李面包/安井食品募投项目投资回报对比



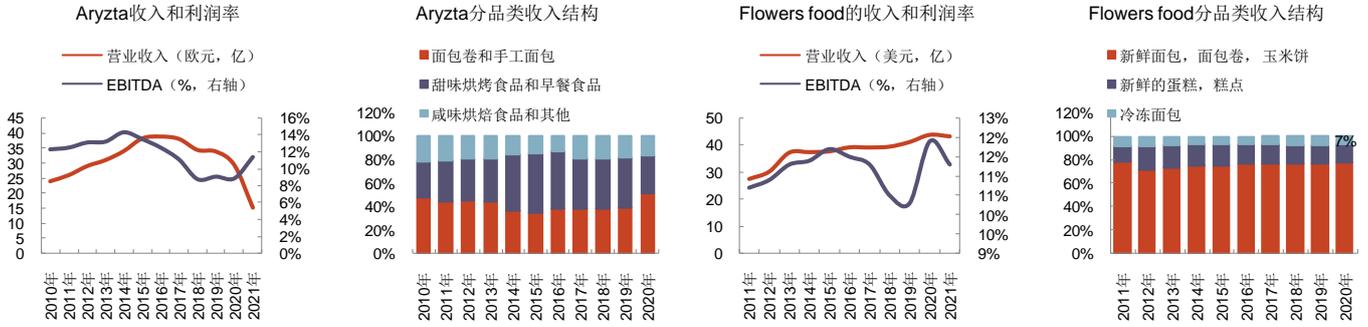
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

海外对标预判立高成长路径: 大 B 端客户具有较强的渠道粘性和渠道壁垒, 期待立高持续拓宽其在大 B 客户体系的护城河。截至 2022Q3, 立高冷冻烘焙品类在烘焙店/KA/餐饮及新零售渠道的占比大致为 45%/40%/15%, 如何看待这些渠道的重要性以及发展的可持续性是我们加深对立高渠道策略和渠道壁垒认知的重要抓手。通过观察进入成熟期多年的冷冻烘焙食品制造商 Aryzta 以及全美仅次于宾堡的第二大烘焙食品制造商 Flowers Food<sup>1</sup>的渠道结构, 我们得到了以下几点启示: (1) 头部客户的关系维护至关重要, 2021 年末的数据显示, Aryzta 前 20 大客户和 Flowers food 前 10 大客户收入占比均达到 54%, 沃尔玛/山姆在 Flowers food 的收入占比中常年稳定在 20%左右。(2) 大型零售终端容易形成较强的渠道壁垒, 进而转化为稳定的收入占比, 不管是 Aryzta 还是 Flowers Food, 该渠道的收入占比均超过 30%, 而该渠道对于 Aryzta 的重要性在过去 10 年依然还在提升, 从 2010 的 25%上升至 2020 年的 36%。(3) 连锁快餐 (Quick Service Restaurant) 渠道在 Aryzta 历年的收入占比均值在 30%左右, 以北美地区为例, Tim Hortons、星巴克、汉堡王、赛百味、TACOBELL、麦当劳、

<sup>1</sup> Aryzta2016 年顶峰时期收入接近 40 亿欧元, Flowers Food 是美国市场仅次于宾堡的第二大的烘焙食品制造商 2021 年收入接近 43 亿美元, 产品结构新鲜面包产品为主, 冷冻面包占比 7%

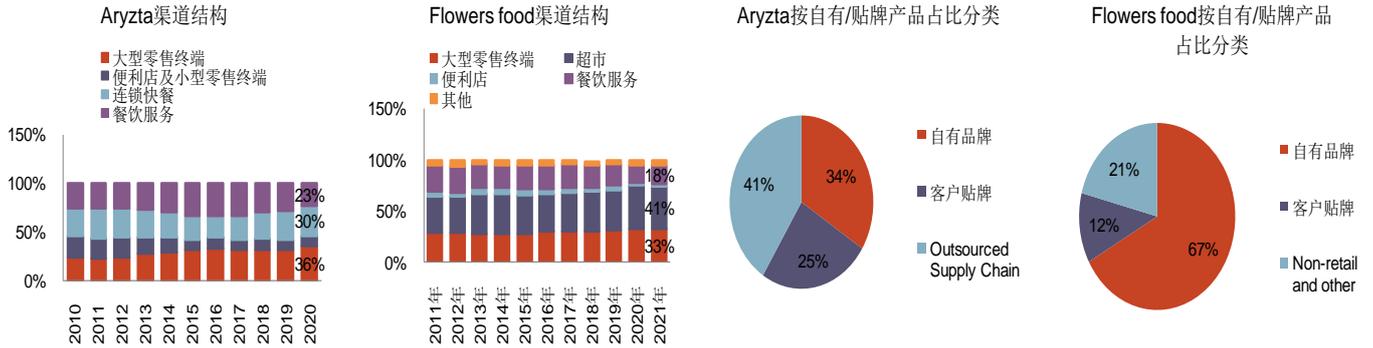
Dunkin' Donuts、Wendys 汉堡 8 家客户贡献了其 QSR 渠道近 90% 的占比。  
(4) 在 KA 以及连锁快餐体系以外，餐饮供应链 (Foodservice) 分销商/运营商也是重要的渠道载体，其在 Aryzta 以及 Flowers Food 的收入占比中均常年维持在 25% 左右。我们认为，未来中国餐饮供应链企业的逐渐发展，不仅会促进国内冷冻烘焙厂商的发展，同时将成为中国冷冻烘焙厂商新的渠道增量。

图 57: Aryzta 和 Flowers Food 的收入体量以及产品结构



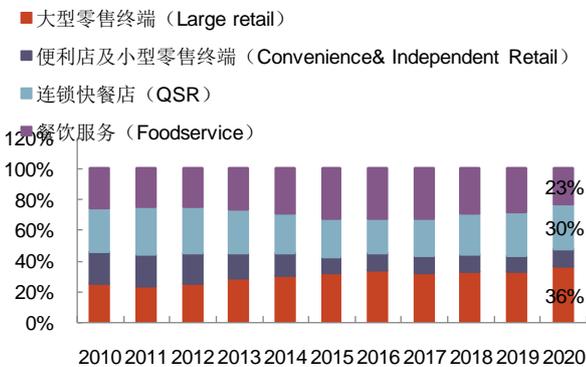
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 58: Aryzta 和 Flowers Food 的渠道结构



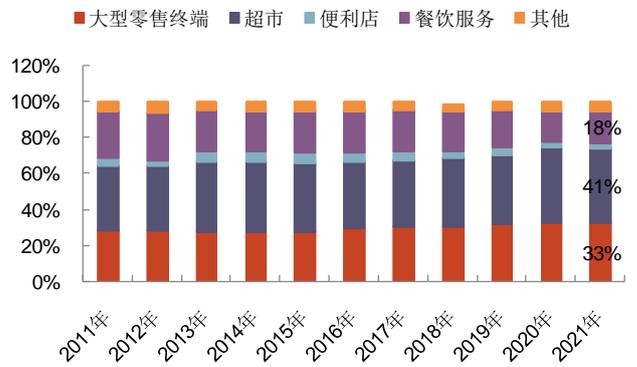
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 注: 按收入规模统计

图 59: Aryzta 渠道结构



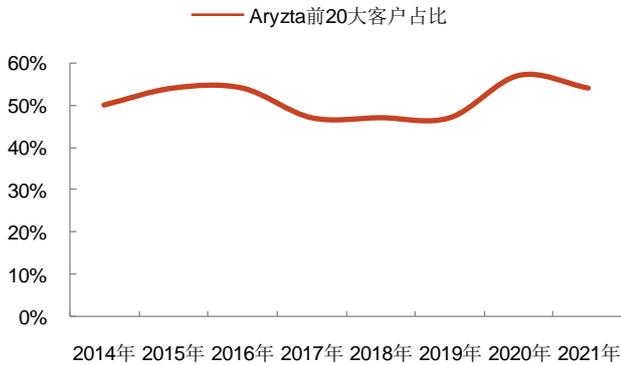
资料来源: Aryzta 公告, 光大证券研究所, 注: 按收入规模统计

图 60: Flowers Food 渠道结构



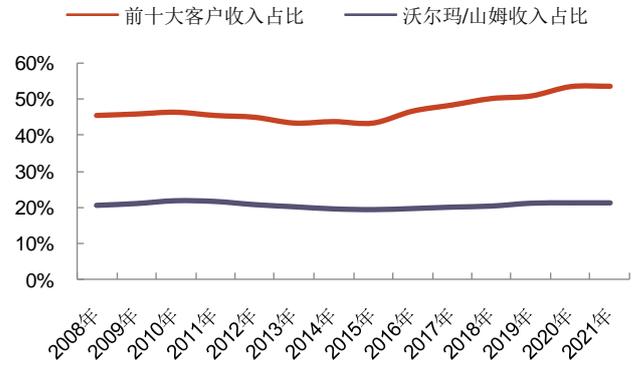
资料来源: Flowers Food 公告, 光大证券研究所, 注: 按收入规模统计

图 61: Aryzta 前二十大客户贡献的收入占比



资料来源: Aryzta 公告, 光大证券研究所

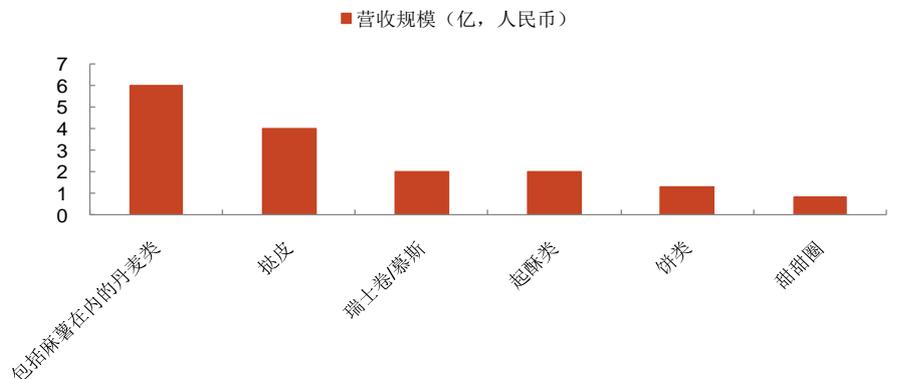
图 62: Flowers Food 前十大客户贡献的收入占比



资料来源: Flowers Food 公告, 光大证券研究所

**海外对标预判立高的成长路径: 对标国外, 立高的冷冻烘焙品类矩阵相对单薄, 提升产品创新能力有望打开立高的长期成长空间。**截至 2021 年末, 立高的冷冻烘焙食品按品类基本分布在麻薯/挞皮/瑞士卷/起酥/饼类/甜甜圈六大领域。而事实上, 冷冻烘焙食品作为国内的朝阳产业, 通过供给来创造需求是扩大市场容量的重要手段。回溯 Aryzta 的成长路径, 我们发现除了紧跟渠道趋势的变化, Aryzta 同时也高度重视通过产品创新满足客户需求。Aryzta 的品类矩阵纵横交错, 横向广度涉及面包 (breads)、甜点 (sweet goods)、零食 (snacking)、风味品类 (Savory), 而在面包品类之下, 又包括了手工面包、高端面包等。Aryzta 强大的产品创新能力源自其与供应商/烹饪学院以及专职厨师的常年合作、领先于行业的品类管理团队、全球布局的原料采购团队以及持续保持的快速且可重复的研发流程。其每年构思新品接近超过 1400 个、当中能进入设计规划环节的超过 800 个, 而跨越设计规划进入研发立项环节的超过 275 个, 最终每年新品发布超过 200 个, 新品推出/研发立项的比例超过 70%。即使在成熟的海外市场, 产品创新依然不可或缺, 根据 Aryzta 最新的“2023-2025 三年规划”, 其计划实现 4.5%-5.5%的复合增长, 其中, 计划基于现有品类实现 2.8%的复合增速, 基于高端化和品类创新实现 2.2%的复合增速。因此, 我们认为, 考虑到立高当下的产品矩阵与 Aryzta 有较大差距, 我们认为立高的产品创新仍有巨大空间, 这也是立高提升收入天花板的重要手段。

图 63: 21 年立高冷冻烘焙分品类收入体量 (亿, 人民币)



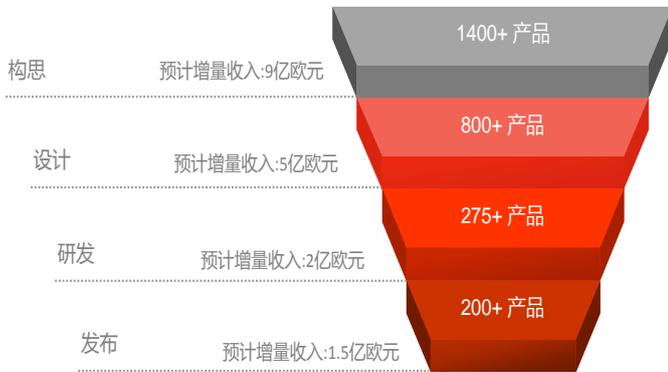
资料来源: 立高食品业绩会交流, 光大证券研究所

图 64: Aryzta 的品类矩阵



资料来源: Aryzta 公告, 光大证券研究所

图 65: Aryzta 推新流程



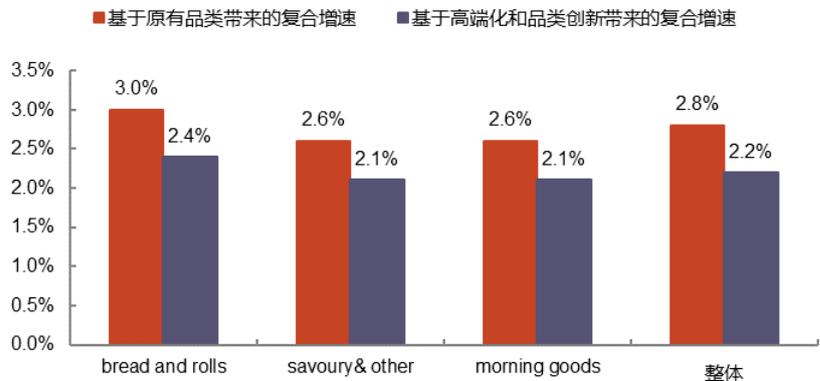
资料来源: Aryzta 公告, 光大证券研究所

图 66: 支持 Aryzta 创新的能力



资料来源: Aryzta 公告, 光大证券研究所

图 67: Aryzta 规划的 2023-2025 年按原有产品/创新产品规划的营收复合增速



资料来源: Aryzta 公告, 光大证券研究所

## 6、投资建议

虽然 2022 年疫情对烘焙行业带来阶段性负面冲击,但疫后伴随消费场景的恢复,行业有望步入快速恢复阶段,产业链各环节和业态都有成长机遇,推荐: 1) 内外部改善、23 年有望迎来收入增长拐点的立高食品, 2) 综合优势突出、23 年经营有望改善的桃李面包。

### 6.1、立高食品 (300973.SZ)

公司已发布 2022 年度业绩预告,初步预计 2022 年实现营收 28.2-30.0 亿元,同比增长 0.11%-6.50%,实现归母净利润 1.50-1.75 亿元,同比减少 38.18%-47.02%,扣非归母净利润 1.40-1.65 亿元,同比减少 38.71%-47.99%。Q4 单季营收 7.7-9.5 亿元,同比-10.15%至+10.89%,归母净利润 0.50-0.75 亿元,同比下降 12.81%-42.05%,基本符合我们此前预期。

**22 年营收阶段性承压,但环比呈向好趋势。**2022 年四季度受主销区域华南地区等地的疫情影响,叠加 21Q4 旺季基数较高,公司收入阶段性承压,但逐月呈现环比改善,10 月受促销时间、系统切换等影响收入同比有所下滑,11-12 月份恢复增长,23 年 1-2 月亦有不错增长。分渠道看,公司在流通饼房渠道优势较为明显,22 年虽然终端烘焙店经营不利,但公司继续向饼房渠道渗透、收入实现逆势增长,餐饮客户开拓已初见成效、收入增速相对较快,商超渠道相对平稳,22 年新上的奶酪杂粮包、可颂甜甜圈等新品表现较好。

**成本压力趋缓,利润率环比修复。**公司 2022 年业绩承压,一方面受棕榈油等原材料采购价格上涨影响,公司采取了应对措施,但由于调价机制存在一定滞后,且为避免客户流失,未将全部上涨成本转移至下游客户。另外华北基地 21 年底投产以来产能释放受到疫情影响,厂房和机器设备折旧、人工成本等固定制造费用分摊较高,股份支付费用亦有拖累。Q4 净利率 6.5%-7.9%,环比 Q3 改善,2022 年下半年以来原材料价格呈下行趋势,23 年需求修复、产能利用率提升,净利率有望继续修复。

**内部调整改革、外部环境好转,23 年收入有望恢复较高增长。**虽然 22 年经营存在压力,但逆境下公司积极修炼内功,推动供应链、营销、产品等多方位改革,冷冻烘焙、烘焙原料不同板块销售团队融合,营销团队调整完毕,人员效率有望

提升，亦会加大渠道下沉力度、挖掘增量渠道。产品中心调整后，预期公司会加大产品研发力度，对山姆、餐饮等渠道的支持亦会强化，后续产品推新有望加快。伴随 23 年外部环境改善，公司有望迎来收入增长拐点。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2022-24 年净利润预测为 1.62/2.95/4.13 亿元，折合 EPS 为 0.95/1.74/2.44 元，当前股价对应 P/E 为 108/59/42 倍（23/24 年加回股份支付费用后净利润约 3.8/4.7 亿元）。赛道中长期成长性仍强，立高优势突出，维持“买入”评级。

**风险提示：**外部需求恢复较慢，原材料价格波动风险，食品安全风险。

表 5：立高食品盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,810	2,817	3,058	3,869	4,874
营业收入增长率	14.27%	55.66%	8.57%	26.51%	25.96%
净利润（百万元）	232	283	162	295	413
净利润增长率	27.95%	21.98%	-42.94%	82.86%	39.96%
EPS（元）	1.83	1.67	0.95	1.74	2.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	35.60%	14.26%	7.83%	12.96%	16.25%
P/E	57	62	108	59	42
P/B	20.1	8.8	8.5	7.7	6.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-3-13，注：2020/2021/2022 年末总股本分别为 1.27/1.69/1.69 亿股

## 6.2、桃李面包（603866.SH）

公司已发布 2022 年度业绩快报，初步核算 2022 年实现营收 66.86 亿元，同比增长 5.54%，实现归母净利润 6.48 亿元，同比下滑 15.11%，扣非归母净利润 6.39 亿元，同比下滑 10.75%。Q4 单季营收 16.59 亿元，同比小幅下滑 0.79%，归母净利润 1.58 亿元，同比下滑 18.91%。

**短期压力仍存，受疫情影响 Q4 收入略承压。**2022 年四季度受全国多地疫情反复影响，同时 12 月份防疫政策优化以来疫情感染率爬坡，线下人流减少，消费场景受限，公司生产经营面临一定压力，动销受到冲击，Q4 单季营收同比小幅下滑。盈利方面，22 年全年归母净利率 9.69%，同比下滑 2.36pct，22Q4 归母净利率 9.53%，同比下滑 2.13pct，但环比 Q3（7.26%）有所提升。22 年部分原材料价格上涨，公司面临一定的成本压力，毛利率同比有所下降，同时部分地区终端配送服务等成本费用抬升，销售增速放缓下退货率、打折促销等增加，此外汇兑收益及理财收益减少、利息支出增加、购买商品期货合约产生投资损失等亦对利润存在扰动。但伴随成本压力趋缓，利润率环比得到修复。

**23 年经营有望改善，龙头优势较强、全国化布局继续推进。**虽然短期压力仍存，但公司综合优势突出，从品类的定价能力、生产端规模效应的释放、运营端固定资产利用效率三方面来看，桃李均具有较强能力，虽然短保品类属性决定了跨区域经营存在难度，但产品推新迭代、现代渠道布局的强化等有助于在南方市场逐步打开局面。23 年伴随需求回暖、场景修复，公司动销有望好转，同时成本压力缓解、产能陆续释放，盈利水平亦有望提振。

**盈利预测、估值与评级：**结合 2022 年业绩快报，考虑公司需求阶段性受损、成本压力等影响，下调 2022-24 年归母净利润预测为 6.48/7.72/9.24 亿元（较前次预测下调 23.6%/21.6%/19.5%），折合 EPS 为 0.49/0.58/0.69 元，当前股价对应 P/E 为 34/29/24 倍，公司所在赛道竞争格局较好，外部环境转暖下经营改善确定性较高，维持“买入”评级。

**风险提示：**外部需求恢复较慢，原材料价格波动风险，市场拓展不及预期。

**表 6：桃李面包盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,963	6,335	6,663	7,489	8,417
营业收入增长率	5.66%	6.24%	5.18%	12.39%	12.40%
净利润（百万元）	883	763	648	772	924
净利润增长率	29.19%	-13.54%	-15.05%	19.03%	19.73%
EPS（元）	1.30	0.80	0.49	0.58	0.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.27%	15.47%	12.94%	14.57%	16.38%
P/E	13	21	34	29	24
P/B	2.4	3.2	4.4	4.2	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-3-13，注：2020/2021/2022 年末总股本分别为 6.80/9.52/13.33 亿股

## 7、风险分析

- 1) 国内疫情反复：**若后续疫情感染形势再次严峻，将会影响企业生产经营、物流运输、终端需求等，从而对烘焙企业销售造成不利影响。
- 2) 食品安全风险：**食品质量安全控制是食品加工企业的重中之重，若质量管理问题出现疏漏、出现食品安全问题，不仅会影响销售，还会对公司信誉造成较大损害。
- 3) 原材料成本大幅上涨：**面粉、油脂、糖、鸡蛋等烘焙原材料价格受到当年种植面积、养殖总量、市场供需、国际期货市场价格等多重因素影响，若原材料价格涨幅较大，将会对公司盈利水平造成冲击。
- 4) 行业竞争加剧：**国内烘焙企业数量较多、市场变化较快，当下仍有新企业不断入局，另外国际企业亦具备较强实力，若行业竞争加剧，可能对企业经营带来一定压力。

表 7：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	本次	变动
300973.SZ	立高食品	103.37	1.67	0.95	1.74	62	108	59	8.8	8.5	7.7	买入	维持
603866.SH	桃李面包	16.72	0.80	0.49	0.58	21	34	29	3.2	4.4	4.2	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-3-13；

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	卖出	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE