

2017 年 08 月 24 日

行业研究

评级:推荐 (维持)

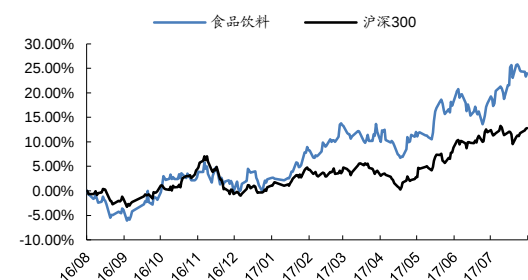
研究所

证券分析师: 余春生 S0350513090001
 021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
 证券分析师: 陈鹏 S0350517070001
 0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn
 联系人: 邓安迪
 13817725424 dengad@ghzq.com.cn

烘焙行业起步晚增速快,混合经营模式是新方向

——烘焙食品行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	5.2	10.7	23.6
沪深 300	0.7	9.7	12.4

相关报告

《食品饮料行业周报: 奶粉注册制接连落地, 茅台稳价决心坚定》——2017-08-21

《食品饮料行业周报: 次高端白酒持续躁动, 注册制落地乳品大涨》——2017-08-14

《食品饮料行业周报: 白酒龙头冲高回调, 注册制落地推进整合》——2017-08-07

《食品饮料行业周报: 白酒龙头冲击前期高点, 次高端业绩亮眼齐躁动》——2017-07-31

《休闲食品行业深度报告: 休闲食品增长态势可持续, 新品类新零售带来新机遇》——2017-07-25

投资要点:

■ **行业起步晚、增速快, 未来市场空间巨大** 现代烘焙业在中国起步较晚, 于 80 年代开始兴起, 到 2000 年以后, 烘焙行业开始高速发展。2014 年, 中国规模以上烘焙企业的营业收入总额达到 2427 亿元, 利润总额为 202 亿元, 2011-2016 年, 其年复合增长率达 11.93%, 增速快于其他主要烘焙国家。但在人均消费量上, 2015 年中国烘焙食品的人均消费仅有 6.6KG/人, 远低于其他主要烘焙国家, 还存在较大的提升空间。同时, 中国烘焙食品面包糕点 CR5 仅 10.4%, 竞争格局较为分散, 未来行业有待进一步整合。

■ **消费升级助力行业发展, 集中度提升是主要趋势** 一方面, 消费升级有助于烘焙食品消费量价齐升。受益于消费升级, 消费者会倾向于购买营养全面、体验更好的烘焙食品, 客单价有望逐步提升。同时, 烘焙食品呈现正餐化趋势, 由节日性消费向日常性消费转变, 消费频次在不断提升。另一方面, 行业集中度在未来会继续提升。由于行业监管加强, 人工租赁等成本不断提升, 中小企业开始加速退出市场。而注重产品品质、消费体验以及不断对产品进行升级的优质企业有望在未来的行业竞争中胜出, 行业整合将成为主要趋势。

■ **“中央工厂+批发”适合前期区域扩张, 连锁店品牌打造更胜一筹** 现阶段行业呈现集中度低、竞争格局区域性分布的特点, “中央工厂+批发”模式凭借商超、便利店等现有销售终端更适合前期区域扩张。相比之下, 连锁店具有购物体验良好和服务质量优质的特点, 在后期企业的品牌打造上更具备优势。因此, 中国烘焙企业可以依靠“中央工厂+批发”的模式, 在全国范围内建立中央工厂, 利用各式的渠道实现区域扩张。之后, 再在城市中心区域开设连锁店, 给顾客提供更为优质的服务, 并以此打造企业的品牌形象。中央工厂+批发”与连锁店相结合的混合经营模式有望成为未来的发展方向。

■ **行业评级及投资策略** 基于以上分析, 目前中国烘焙行业处于快速发展期, 行业需求旺盛, 市场增长潜力巨大, 维持行业“推荐”评级。个股方面, 推荐关注上游原材料龙头安琪酵母、“中央工厂+批发”模式的桃李面包, 以及连锁店直营模式的元祖股份。

■ **风险提示:** 食品安全问题; 原材料价格波动; 市场竞争加剧; 相关

推荐公司项目建设进度及业绩不及预期

重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2017-08-23	EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	评级
600298.SH	安琪酵母	24.03	0.65	1.04	1.29	36.97	23.11	18.63	买入
603866.SH	桃李面包	34.95	0.97	1.21	1.54	36.12	28.87	22.63	增持
603886.SH	元祖股份	20.91	0.52	0.55	0.60	40.17	37.78	34.71	增持

资料来源：公司数据，国海证券研究所

内容目录

1、 烘焙食品简介	6
1.1、 烘焙行业产业链概览	6
1.2、 烘焙食品主要种类	7
1.3、 烘焙食品发展历史	8
2、 行业起步晚、增速快，未来市场空间巨大	9
2.1、 全球烘焙行业稳步增长，中国市场起步晚增速快	9
2.2、 人均消费量相对较低，行业未来提升空间大	11
2.3、 烘焙行业集中度较低，市场格局呈区域分布	11
2.4、 非包装产品为主流，消费者偏好体验价值	14
3、 烘焙企业经营模式分析	15
3.1、 中央工厂+批发”定位大众消费者，扩张性强	15
3.2、 连锁店模式符合体验经济，店面不断升级创新	16
3.3、 线上线下结合的“中央工厂+电商+冷链物流”	17
4、 行业处于快速发展阶段，混合模式将成为新方向	18
4.1、 烘焙食品需求旺盛，消费升级助力发展	18
4.2、 随着经济发展和技术提升，二三线市场潜力巨大	19
4.3、 监管规范成本上升，规模企业加速整合	20
4.4、 混合模式有望成为未来烘焙企业发展方向	21
5、 行业评级及投资策略	23
6、 重点推荐个股	23
6.1、 桃李面包：渠道布局加快，产能扩张合理	23
6.2、 安琪酵母：布局上下游，龙头地位稳固	25
6.3、 元祖股份：渠道快速扩张，深耕全产业链	27
7、 风险提示	29

图表目录

图 1: 烘焙行业产业链概览	6
图 2: 面包蛋糕的市场份额占全部烘焙食品的 61%	8
图 3: 中国烘焙行业的发展历程	8
图 4: 全球烘焙市场规模突破 3000 亿美元	9
图 5: 中国规模以上烘焙企业主营收入总额及增长率	10
图 6: 中国规模以上烘焙企业利润总额及增长率	10
图 7: 中国烘焙行业增速高于其他主要烘焙国家	10
图 8: 面包糕点规模以上企业收入增速维持在 10% 以上	11
图 9: 饼干及其他烘焙食品规模以上企业收入增速下降	11
图 10: 中国烘焙食品人均消费量逐年增长	11
图 11: 中国烘焙食品人均消费量远低于主要烘焙国家	11
图 12: 中国烘焙行业 CR5 仅为 10.4%	12
图 13: 日本烘焙行业 CR5 为 88%	12
图 14: 消费者搜索烘焙食品热点分布	13
图 15: 2015 年中国烘焙食品行业市场规模集中度	13
图 16: 2015 年中国烘焙食品行业企业地理集中度	13
图 17: 中国烘焙食品消费以非包装产品为主	14
图 18: 消费者最关注口味和体验	14
图 19: “中央工厂+批发”模式	16
图 20: 连锁店模式包括三种类型	17
图 21: 烘焙连锁店的发展路径	17
图 22: “中央工厂+电商+冷链物流”经营模式	18
图 23: 中国烘焙行业线上占比逐年上升	18
图 24: 中国居民早餐的选择倾向	19
图 25: 各地区人均糕点消费支出差距较大	20
图 26: 批发零售业人均工资及增幅	20
图 27: 城市租房 CPI 指数	20
图 28: 2014-2015 年中国烘焙消费者关注因素增长情况（北上广深综合数据）	22
图 29: 山崎面包经营模式	22
图 30: 山崎面包的扩张路径	22
图 31: 2012-2016 年桃李面包营业收入及增长率	23
图 32: 2012-2016 年桃李面包归母净利润及增长率	23
图 33: 公司主要产品以面包为主	24
图 34: 2012-2016 年公司毛利率及净利率	25
图 35: 2012-2016 年公司消费费用率及管理费用率	25
图 36: 桃李面包各区域销售占比	25
图 37: 桃李面包各区域销售增长率	25
图 38: 2012-2016 年安琪酵母营业收入及增长率	26
图 39: 2012-2016 年安琪酵母归母净利润及增长率	26
图 40: 糖蜜价格呈下行趋势	26
图 41: 2012-2016 年元祖股份营业收入及增长率	27
图 42: 2012-2016 年元祖股份归母净利润及增长率	27
图 43: 元祖股份各业务收入占比	27

表 1: 烘焙食品细分品类及介绍	7
表 2: 不同经营模式的特征、优劣及代表企业	15
表 3: 不同种类面包价格对比.....	18

1、烘焙食品简介

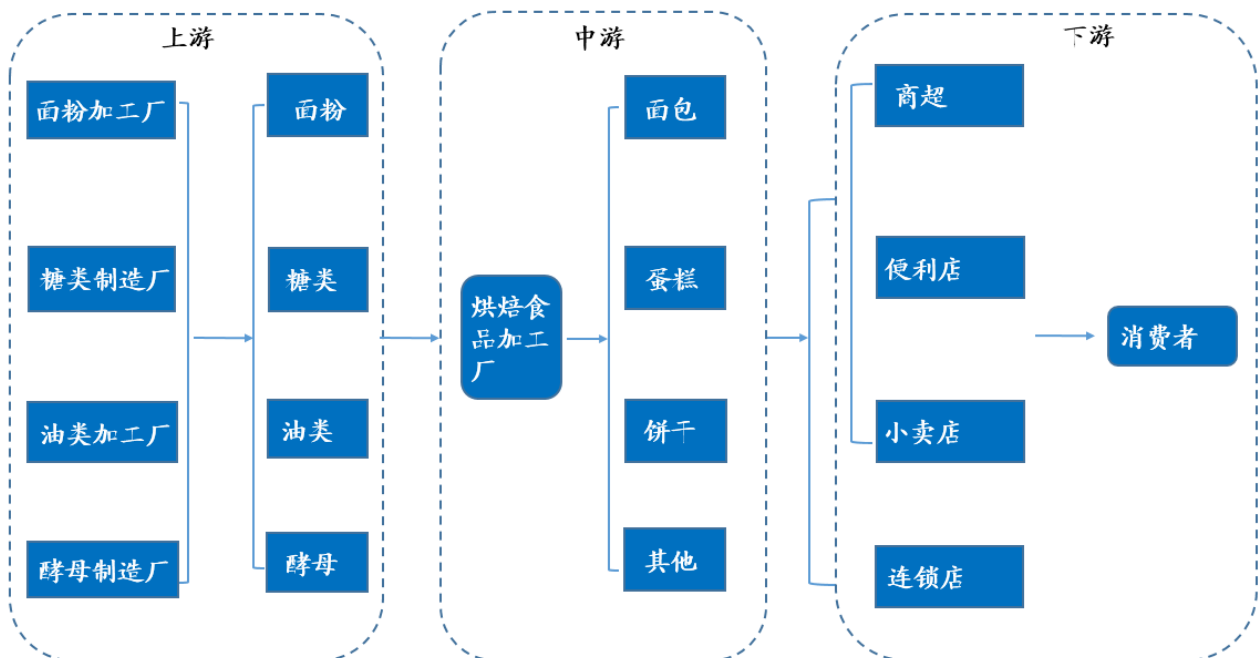
1.1、烘焙行业产业链概览

烘焙产业链上游主要是面粉、油脂、糖类、酵母等原材料。烘焙食品是由面粉、酵母、食盐、砂糖和水等作为基本原料，添加适量油脂、乳品、鸡蛋以及其他添加剂等，再通过和面、成型、烘焙等工序制成。其主要原材料包括面粉、糖类、酵母和油脂，大约占烘焙食品所有原材料比例的 80%以上。

烘焙产业链中游是烘焙食品加工工厂。面粉、糖类、油类和酵母等原材料由烘焙加工工厂进一步加工成冷面团等半成品或直接加工成面包、蛋糕、饼干等烘焙成品，其中，成品直接配送至销售终端直接销售，半成品则配送至烘焙店内做简单加工装饰后再出售。

烘焙产业链下游是各类销售终端以及消费者。烘焙成品经过工厂加工、包装完成后，进一步配送至商超、便利店、小卖店等销售终端直接销售，半成品则配送至连锁店、经过再次加工后，最终销售给消费者。

图 1：烘焙行业产业链概览



资料来源：桃李面包招股说明书，国海证券研究所

1.2、烘焙食品主要种类

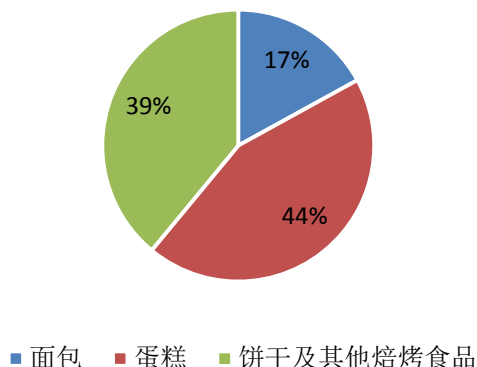
烘焙食品主要种类包括面包、蛋糕、饼干以及其他烘焙类产品。其中，面包是以小麦等粮食作物为基本原料，加入各种辅料后调整成面团并焙烤制成，按原料可分为全麦面包、白面包、杂粮面包、黑麦面包、酸酵面包，按其保质期可分为长保面包、中保面包、短保面包。蛋糕是以鸡蛋、糖类、面粉为主要原料，加以牛奶、果汁、油脂、打泡粉等辅料，经焙烤后制成的点心，主要包括乳沫类蛋糕和重油类蛋糕两类。饼干则以面粉为主要原料，添加糖类、油脂、乳品等烘烤制成小而薄的块状食品，根据配方和生产工艺不同，可分为苏打饼干、全麦饼干、夹心饼干、营养强化饼干等。在烘焙食品中，面包和蛋糕的销售额合计占比为 61%，饼干以及其他烘焙食品的销售额占比为 39%。

表 1：烘焙食品细分品类及介绍

面包	按原材料分类	全麦面包	制作过程中没有去掉麦粒颗粒的任何一个部分，富含膳食纤维，营养价值极高，质地较粗糙，一般呈褐色，是最受欢迎的种类之一。
		白面包	仅由麦类最中心的胚乳部分制成，质地较软、口感微甜，常搭配牛奶豆浆作为早餐食用。
		杂粮面包	原料包括大麦、小麦、燕麦、玉米、核桃、榛子等，将其杂粮发酵而成，相比其他面包，富含更多的膳食纤维、维生素以及微量元素。
		黑麦面包	将黑麦与小麦的混合面粉制成，颜色较深，口味较重，膳食纤维也较多，使用后分解速度较慢，因此具有预防糖尿病的功效。
		酸酵面包	没有添加任何酵母，由水和面粉混合制作发酵，一般质地较为紧密，带有轻微的酸味，常做开胃之用。
	按保质期分类	长保面包	保质期在半年到一年，具有不受运输半径限制，覆盖面广，便于渠道下沉，定价较低、受众广。
		中保面包	保质期在 30-45 天之间的为中保产品，其口感相对软嫩。
		短保面包	保质期在 7 天以内的为短保产品，一般来说，冬天保质期为 5-7 天，夏天在 3-5 天。
蛋糕		乳沫类蛋糕	基础材料是蛋，糖，面粉。将蛋和糖打发，拌入充分的空气，制成膨胀松软的蛋糕。主要种类包括海绵蛋糕，戚风蛋糕等
		重油蛋糕	用大量的黄油经过搅打再加入鸡蛋和面粉制成的一种面糊类蛋糕，口味非常香醇，如布朗尼蛋糕。
饼干		苏打饼干	苏打饼干是先在一部分小麦粉中加入酵母后调成面团，发酵一段时间后，再加入其余小麦粉，再发酵后制成。优点是含糖少，缺点是摄入较多的钠。
		全麦饼干	原料是用没有去掉麸皮的麦类，保留了麸皮中的大量的维生素、矿物质、纤维素等，营养价值更高一些。
		夹心饼干	制作的关键在于添加不同的辅料，如油、奶、鸡蛋、果酱等。优点是口味丰富，缺点是热量较高。
		营养强化饼干	特点是添加了营养元素，主要是矿物质、维生素、或膳食纤维。

资料来源：百度百科，国海证券研究所

图 2：面包蛋糕的市场份额占全部烘焙食品的 61%



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

1.3、烘焙食品发展历史

现代烘焙业在中国起步较晚，于 80 年代兴起，2000 年之后开始快速发展。最初的烘焙食品的生产和销售主要以家庭作坊的形式存在，呈现品牌单一、产品同质、渗透率低的特点。到 90 年代初，国外品牌以合资形式在国内设厂，出现曼可顿等品牌。由于这些国际品牌起点高、规模大、产品质量好、经营方式灵活，很快占领市场，国际品牌在国内的市占率不断提升。2000 年以后，随着中国经济的发展，西方饮食习惯的逐步渗透，以及国内居民的饮食习惯的改变，人们对烘焙食品的消费增多，国内烘焙企业开始发展起来，出现桃李面包、达利、嘉士利等知名品牌。

图 3：中国烘焙行业的发展历程



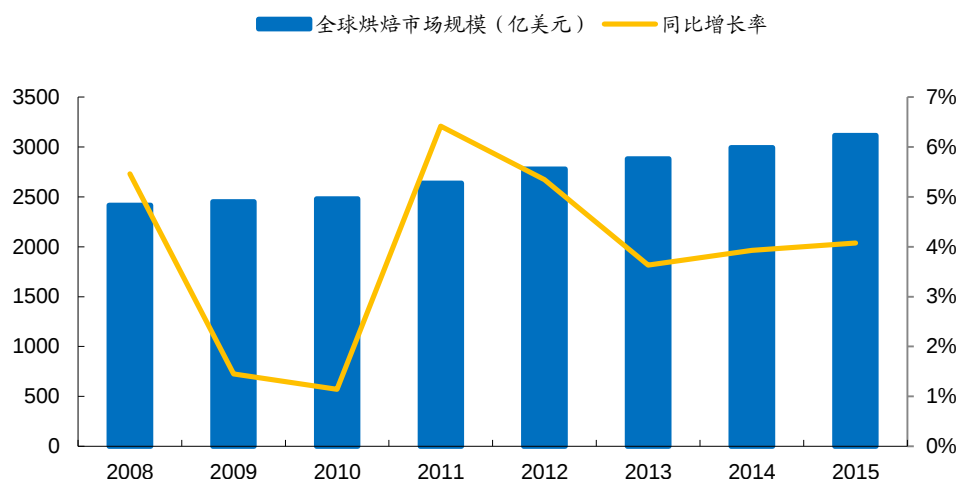
资料来源：百度百科，国海证券研究所

2、行业起步晚、增速快，未来市场空间巨大

2.1、全球烘焙行业稳步增长，中国市场起步晚增速快

全球烘焙食品规模稳步增长，总体规模达到3000多亿美元。根据Euromonitor对全球烘焙产品消费终端的统计数据，近些年来全球烘焙产品市场规模稳步增长，2016年规模达到3265亿美元，2002年至2016年年复合增长率为3.54%。在欧美国家，烘焙食品一直作为当地居民的早餐及主食，因此欧美是最大的烘焙市场。而亚太地区烘焙行业发展时间相对较短，且烘焙食品还未被当做正餐食用。但近些年消费者对烘焙食品的认知度不断提升，2016年亚太地区的烘焙市场规模已达到600亿美元。

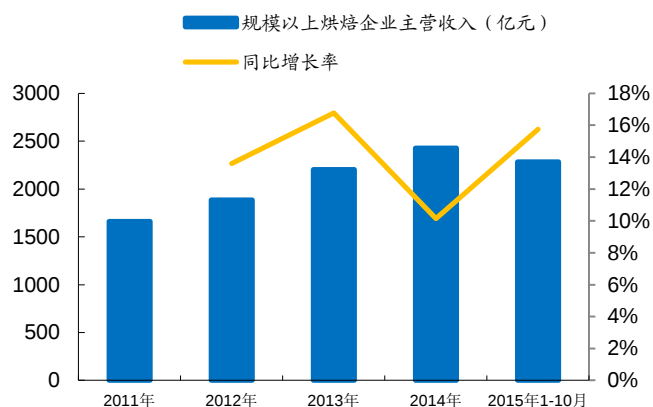
图4：全球烘焙市场规模突破3000亿美元



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

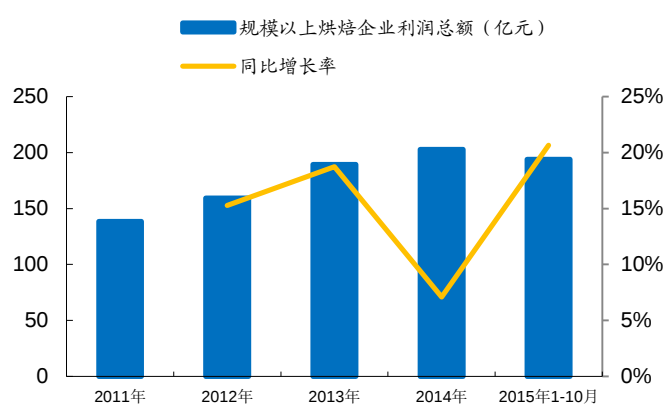
中国烘焙行业已经初具规模，且增长速度高于其他主要烘焙国家。随着我国经济的增长，居民消费升级，西方食品、原料和技术的进入，烘焙食品逐渐被中国消费者接受。2011年至2014年，中国规模以上烘焙企业的营业收入总额从1661亿增至2427亿元，利润总额从138亿元增至202亿元，年复合增长率分别为13.5%和13.6%。根据Euromonitor数据，自2009年经济危机之后，亚太地区烘焙市场表现出强劲的增长势头，在净增长额中，中国市场贡献占比85%。2011年至2016年，中国烘焙食品消费额的年复合增长率达11.93%，巴西增速为11.24%，美国增速为2.17%，日本增速为0.11%，相比之下，中国烘焙食品消费额增速明显高于其他主要烘焙国家。

图 5: 中国规模以上烘焙企业主营收入总额及增长率



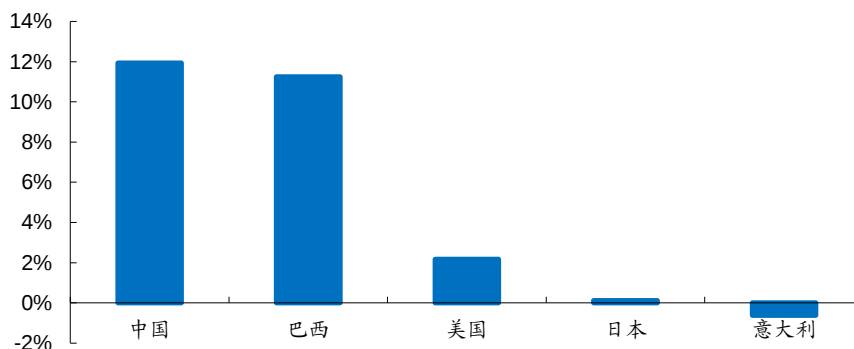
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 中国规模以上烘焙企业利润总额及增长率



资料来源: wind, 国海证券研究所

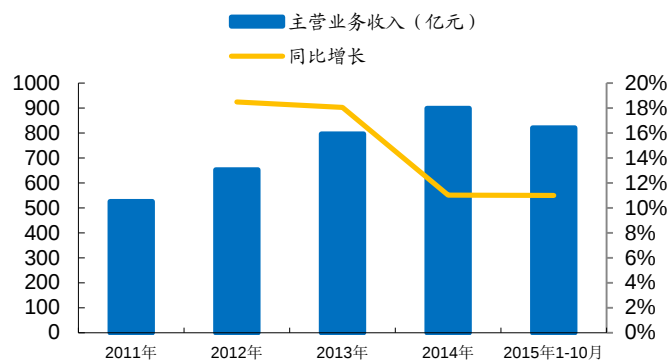
图 7: 中国烘焙行业增速高于其他主要烘焙国家



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

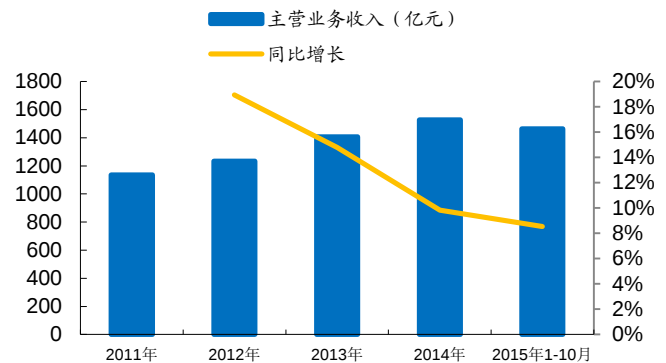
受到经济增速下降的影响，中国烘焙食品市场增速开始放缓。21 世纪初，中国面包糕点行业开始快速发展，到 2014 年，规模以上企业的主营业务收入为 899.44 亿元。由于受经济放缓的影响，面包糕点市场规模的同比增长率由之前的 18% 以上下降至 2014 年的 11%。在 2014 年之前，饼干及其他烘焙产品一度保持着较快增长，2011 到 2013 年，其规模以上企业主营业务收入年复合增长率为 10.41%，然而 2014 年其增速下降到 8% 左右。

图 8: 面包糕点规模以上企业收入增速维持在 10%以上



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 9: 饼干及其他烘焙食品规模以上企业收入增速下降

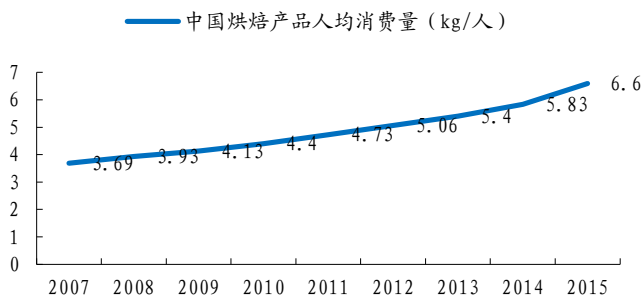


资料来源: wind, 国海证券研究所

2.2、人均消费量相对较低，行业未来提升空间大

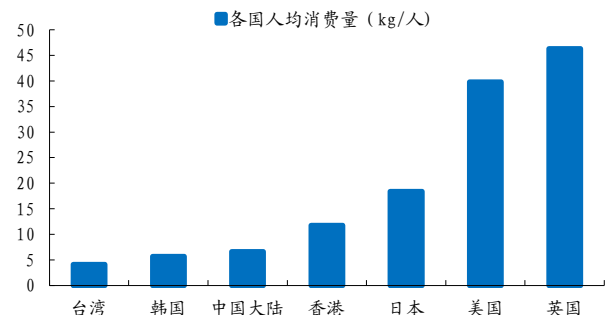
由于饮食结构的差异，中国烘焙食品的人均消费远低于西方国家，未来存在较大的提升空间。西方国家多把面包、糕点等烘焙食品当做正餐食用，而中国则以面食、大米等为主食，双方之间饮食习惯存在差异。根据 Euromonitor 数据，中国人均烘焙食品消费量近些年呈现逐年升高的趋势，2015 年，中国人均烘焙食品消费量达到 6.6KG/人。对比其他发达国家和地区，英国人均消费量为 46.3KG/人，美国为 39.8KG/人，日本为 23.4KG/人，香港地区为 15.9KG/人。因此，中国烘焙食品人均消费量与其他主要烘焙国家还有较大差距，未来提升空间较大。

图 10: 中国烘焙食品人均消费量逐年增长



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

图 11: 中国烘焙食品人均消费量远低于主要烘焙国家



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

2.3、烘焙行业集中度较低，市场格局呈区域分布

2.3.1、集中度相对较低，竞争格局分散

虽然行业初具规模，但发展时间较短，中国烘焙食品市场的集中度依旧偏低。根据 Euromonitor 数据，2015 年，中国面包糕点食品行业 CR5 仅 10.4%，其中达利食品、好丽友、桃李面包市场份额居于前三，分别为 5.1%、2.2%、1.9%。对比成熟的日本市场来看，2015 年，其市场份额第一的山崎面包占比为 36%，

第二的日清食品占比为 18%，前五大公司共占 88% 的市场份额。因此，中国烘焙行业虽然初具规模且快速增长，但其行业集中度还有待提升。

中国烘焙食品行业依然以个体商贩为主，竞争格局较为分散。目前中国烘焙企业主要有三种：外资成熟烘焙品牌、内资跨区域连锁品牌、规模较小但数量巨大的地方烘焙品牌。其中，外资企业拥有良好的品牌形象，产品一般具有一定的溢价，占据了中高端市场。内资跨区域连锁品牌多呈区域性布局，产品在价格上更有优势，且更善于传统渠道的推广，以二三线城市市场为主。不过市场上最为主要的还是个体商贩，占据了 75% 的市场份额。大量地方品牌及个体商户避开核心城市 and 核心商圈，以二三线城市为主，快速抢占当地市场。由于受到品牌、资金等因素的限制，个体商户难以形成统一的品牌。根据中国产业信息网的数据，截止至 2015 年 10 月，中国规模以上烘焙企业数量达 1408 家，到目前为止，没有任何一家企业占有绝对优势的市场份额，整体来看烘焙行业竞争格局较为分散。

图 12：中国烘焙行业 CR5 仅为 10.4%

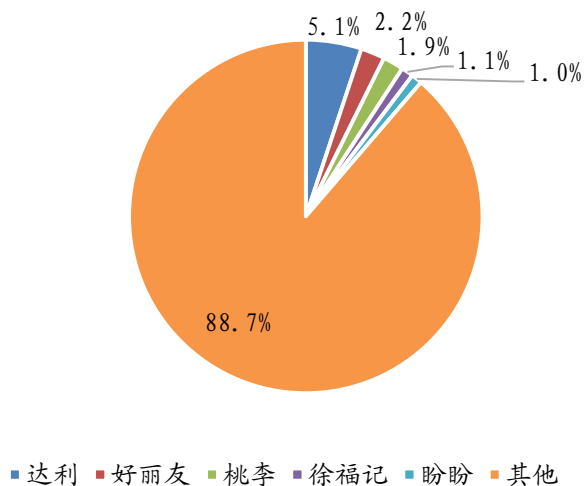
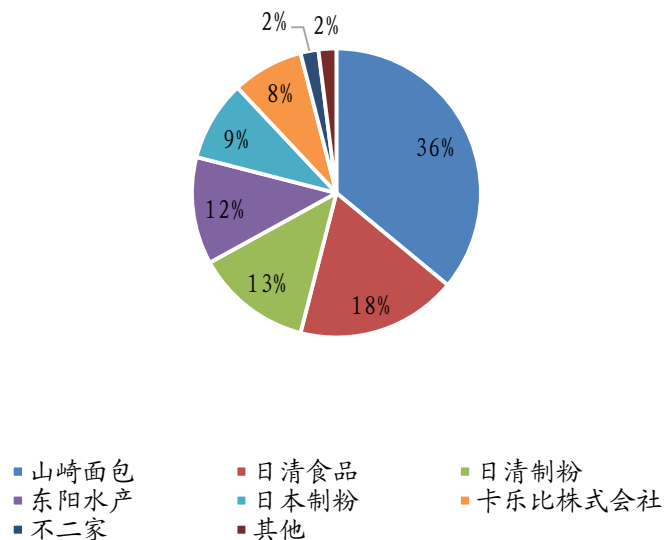


图 13：日本烘焙行业 CR5 为 88%



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

资料来源：英敏特，国海证券研究所

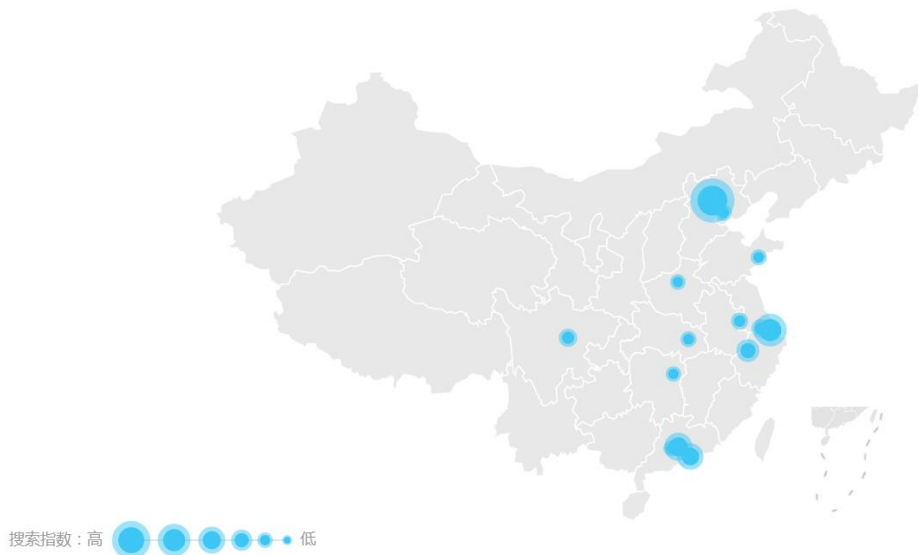
2.3.2、消费者集中于一线城市，市场分布以中、东部地区为主

从主要消费烘焙食品的消费者分布来看，主要集中在经济发达的一线城市。根据百度指数，以烘焙食品搜索量为依据，搜索量主要集中在北上广深四地，中部地区则以各省会为主，其余地区对烘焙的关注较少。这主要是由于中国一二线城市经济较为发达，消费者的购买能力较强，同时也接受西式饮食习惯，因此对烘焙食品的消费较多。

烘焙市场以华东、华中地区为主，烘焙企业主要分布在东部发达地区。从烘焙行业市场规模区域分布情况来看，烘焙食品销售主要集中在华东、华中地区，两块区域占比接近 70%。从企业分布来看，华东地区的烘焙食品企业数量最多，占比达到 41.45%，其次是华中地区，企业数量占比达到 23.14%，而西北、东北地区的烘焙企业数量占比相对较少。这主要是由于：第一，对于大多数烘焙企业来说，销售范围会受到冷链运输能力和品牌影响力的影响，销售往往局限于中央工厂或烘焙门店附近地区；第二，一线城市以及中、东部部分地区经济较为发

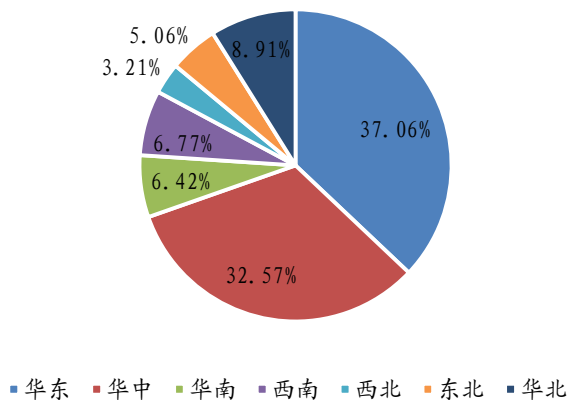
达,消费者对于烘焙食品的购买意愿更强,对国外饮食的接受程度也较高;第三,面食被北方地区消费者广泛接受,在一定程度上能够代替烘焙食品。

图 14: 消费者搜索烘焙食品热点分布



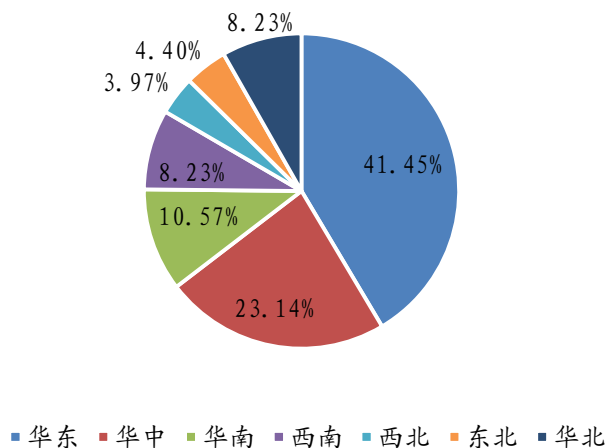
资料来源: 百度指数, 国海证券研究所

图 15: 2015 年中国烘焙食品行业市场规模集中度



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

图 16: 2015 年中国烘焙食品行业企业地理集中度

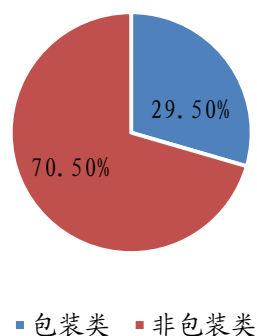


资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

2.4、非包装产品为主流，消费者偏好体验价值

中国烘焙市场以手工烘焙糕点为主，非包装产品占比达到 70%。根据 Euromonitor 数据，目前中国 70%以上的烘焙产品都属于手工烘焙店销售的非包装烘焙食品，其余 30%为包装烘焙食品。其中，非包装烘焙食品绝大部分为短保产品。短保产品拥有新鲜度高、口感更佳的特点，更受消费者青睐。其余 30%包装产品一般为中保和长保烘焙食品，保质期明显长于短保产品，但新鲜度、口感等差于短保产品，未来可能逐渐被短保产品所取代。

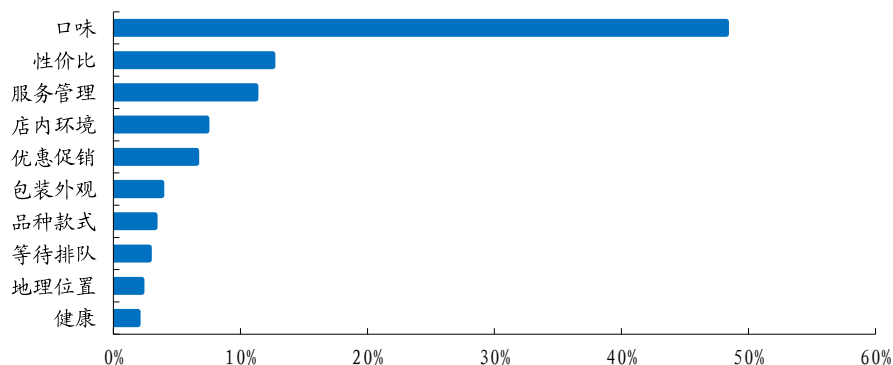
图 17：中国烘焙食品消费以非包装产品为主



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

消费者在关注烘焙食品口味的同时，也逐渐开始关注消费时的体验价值。根据大众点评对北上广深综合数据的调查结果，2015 年中国消费者购买糕点等烘焙食品时，消费者对“口味”的关注度最高，占比为 48.3%，此外，“性价比”、“服务管理”、“店内环境”等体验价值因素的受关注度也较高。随着人均收入提高，消费者的消费观念相比以前发生较大改变，购物时对价格的敏感度降低，更加重视商品的体验价值。尼尔森中国消费者分析的结果显示，中国主流消费者需求转为个性化、社交化和口碑化，对商品质量、服务等体验需求不断提升。

图 18：消费者最关注口味和体验



资料来源：大众点评评价数据，国海证券研究所

3、烘焙企业经营模式分析

中国烘焙企业按其经营模式可分为“中央工厂+批发”、连锁店模式、“中央工厂+电商+冷链物流”模式。其中，前两种模式是目前市场上主要的经营模式，而“中央工厂+电商+冷链物流”模式是新兴模式,占比较小,但近些年发展较为快速。

表 2: 不同经营模式的特征、优劣及代表企业

模式	特征		优劣	代表企业
中央工厂+批发	工厂直接生成成品，再配送至商超、经销商销售		利用现有销售渠道，便于区域扩张和渠道下沉；对终端掌控能力有较高要求。	宾堡、曼可顿、桃李面包
连锁店模式	成品配送	中央工厂生产成品，配送至门店进行销售	店面精致，产品新鲜，且对终端的掌控力高；人力、租金等成本限制其发展。	克莉斯汀
	半成品配送+再制	中央工厂制成半成品，配送至门店，进行加工后销售		85度C、面包新语
	前店后厂	加工和门店一体化，后厂制作后，再销售		好利来
中央工厂+电商+冷链物流	中央工厂生产后，利用电商平台销售，再利用冷链物流配送		针对目标客户进行有效宣传，经营成本低，运营效率高；订货量波动大，对物流要求严格。	诺心蛋糕，21cake

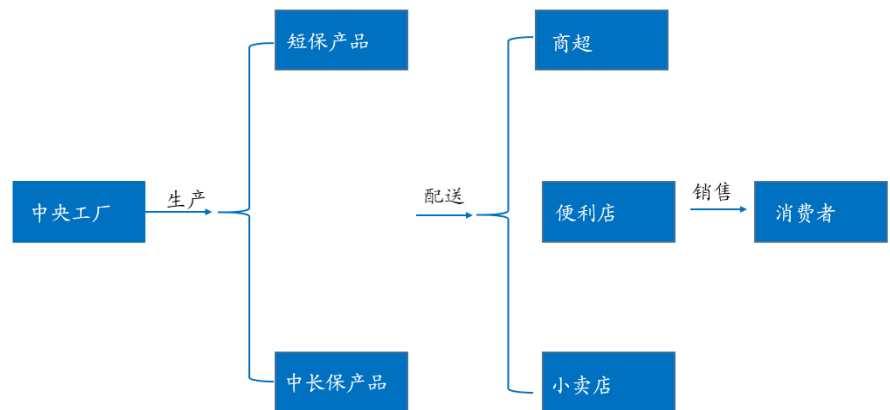
资料来源：国海证券研究所

3.1、“中央工厂+批发”定位大众消费者，扩张性强

在“中央工厂+批发”的模式中，企业通过自建中央工厂，统一生产包装类产品，利用商超、便利店等现有渠道进行销售。具体来说，烘焙企业在各个城市设立生产加工工厂，通过利用现代化生产设备和流水生产线对原材料进行大规模统一加工，然后利用物流配送，将产品送至现有销售终端，包括本地及周边城区的商超、便利店或小卖店。中央工厂主要生产包装类产品，根据保质期的长短，其产品又可分为两类：第一类为短保产品，辐射半径较短，一般为 200-300 公里；第二类主要生产中、长保产品，保质期长达几个月至一年，可铺货至偏远地区。此模式的代表企业包括宾堡、曼可顿、桃李面包等。

“中央工厂+批发”模式定位大众消费者，具有较强的扩张性。由于规模生产、统一配送且渠道多样，该模式下的烘焙食品具备性价比高、方便购买的优势，主要定位于大众消费者。“中央工厂+批发”的模式通过不断新建中央工厂，实现区域扩张，再利用现有的多样化的零售渠道进行渠道下沉，因此具有较强的扩张性。但这种经营模式对企业的终端掌控能力要求较高，企业要维持长期稳定的销售渠道具有一定的难度。

图 19: “中央工厂+批发”模式



资料来源：国海证券研究所

3.2、连锁店模式符合体验经济，店面不断升级创新

连锁店模式下，企业将连锁门店作为终端进行销售烘焙食品。该模式通过在城镇人口密集的商业区和居民区开设烘焙门店，提供可视化操作和专业化的现场装饰加工，产品新鲜、口感较好，且定价较高。烘焙连锁店店内通常设有座位，以供消费者堂食，同时搭配出售咖啡、果汁等饮料。根据对产品加工的地点和程度不同，可分为三种类型：第一，企业通过在城区周边设立中央工厂，利用大型、全自动生产线集中加工原材料，将其制成成品，然后利用快速冷链运送至设立在中心城区的各门店直接销售；第二，部分产品先由中央工厂生产加工成各种冷冻面团或者半成品，然后配送至烘焙门店，经过现场加工装饰后销售给消费者；第三，前店后厂模式经营，该模式实现加工车间和门店的一体化。举例来说，克莉丝汀是利用中央工厂将原材料加工成成品后，再配送至门店，而 85 度 C、面包新语则先将原材料加工成半成品，配送至门店后再进行加工成烘焙成品，好利来则为前店后厂，即加工工厂和门店相统一。

连锁店模式为消费者提供良好的购物体验、管控终端能力强，但经营成本较高。由于该模式能够营造温馨舒适的门店氛围，最大限度地满足顾客在产品质量上和体验上的需求，兼具休闲社交功能，因此容易形成品牌影响力，受到高端消费者的青睐。采用烘焙连锁店模式的企业对于终端的管控能力较强，能够将自身的管理经验、营销策略等有效地传达至各个连锁门店。但维持店面经营所需的租金、人工成本和管理费用较高，对发展扩张有一定限制。

为吸引消费者，满足其体验需求，连锁店模式下的烘焙门店不断进行升级。按其发展路径，可以分为以下几个阶段：第一阶段为本土烘焙业成长阶段，该阶段以柜台式销售为主，由于门店空间小，产品种类单一，因此消费者购物较被动，大部分烘焙店主打平价路线，经营模式主要是前店后厂；第二阶段为升级版面包店阶段，主要是以社区为核心的烘焙品牌店，店铺更加整洁，企业开始注重品牌

建设，产品体现出升级趋势、西式化明显，蛋糕等产品成为主要的核心产品；第三阶段为面包+咖啡（饮料）消费阶段，企业开始注重消费者空间体验，该阶段的烘焙连锁店追求门店的舒适性、高颜值，同时开放部分空间允许消费者堂食，其经营模式更加接近于咖啡厅，核心是靠空间体验+饮料爆款来吸引消费者，使烘焙食品逐步下午茶化，实现从零食继续向正餐的演进；第四阶段为软欧包阶段，企业一方面利用兴起不久的软欧包这个网红品类，不断吸引消费者，另一方面利用时尚化的设计风格，在产品展示、包装、门店装修上将连锁门店的设计感和风格提升到一个全新的高度，同时进一步提升客单价，该类门店地址一般选在中高端商场，客户以白领女性为主。

图 20：连锁店模式包括三种类型

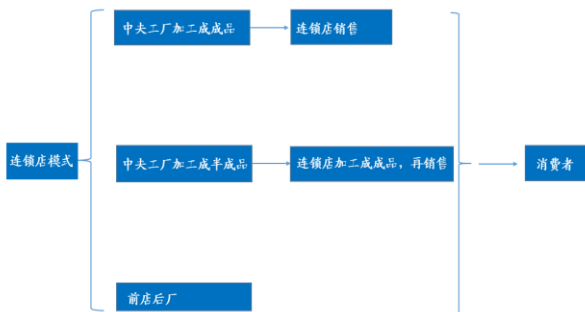
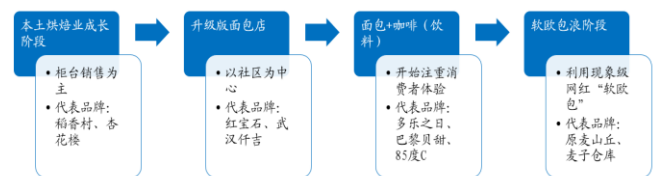


图 21：烘焙连锁店的发展路径



资料来源：国海证券研究所

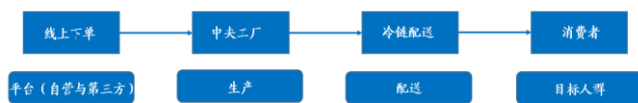
资料来源：国海证券研究所

3.3、线上线下结合的“中央工厂+电商+冷链物流”

“中央工厂+电商+冷链物流”的模式中，烘焙企业利用易于传播的新媒体，进行面包糕点产品的线上预定和销售，再最终结合线下的物流配送完成交易。烘焙企业的线上渠道主要来自于自建商城、APP 以及第三方综合性电商平台。线上获得订单后，企业再利用中央工厂的模式进行即时生产。之后，依托自建冷链物流，公司对产品进行包装和配送，最终到达消费者手中。依靠线上线下相结合的方式，此类模式实现了产品研发、生产、销售、配送一体化经营。

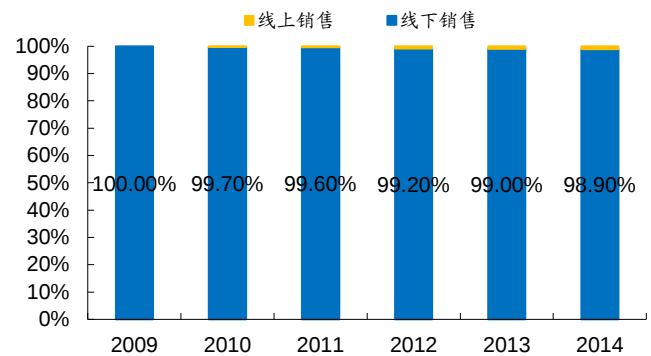
“中央工厂+电商+冷链物流”模式优势是定位精准、经营成本低、运营效率高，但对物流有较高要求。该模式与前两种经营模式相比，优势明显。首先，企业通过对用户搜索数据进行分析，能够了解顾客消费习惯，进而运用新媒体对目标白领客户进行有效定位宣传，提升顾客感受度和重复购买率，由此带来的粉丝效应可以加快产品的宣传速度和力度，使企业以较低成本实现有效宣传。其次，相比于前两种经营模式，该模式节省了门店租金、装修投入等费用，经营成本较低。最后，企业凭借其强大的数据处理能力，加快采购、生产、仓储、配送等的周转，提高了运营效率。但这种模式下，企业需对物流品质和物流成本做严格控制，同时还要解决由于订货量波动大而可能产生的配送问题。目前“中央工厂+电商+冷链物流”在烘焙行业占比仍然较小，Euromonitor 数据显示，2014 年烘焙产品线上销售额占整体销售额的 1.1%，作为新型模式，其未来发展值得关注。该模式代表企业有诺心蛋糕、21cake、窝夫小子等品牌。

图 22: “中央工厂+电商+冷链物流”经营模式



资料来源：国海证券研究所

图 23: 中国烘焙行业线上占比逐年上升



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

4、行业处于快速发展阶段，混合模式将成为新方向

4.1、烘焙食品需求旺盛，消费升级助力发展

4.1.1、受益于消费升级，客单价逐步提升

随着经济水平提升和消费升级到来，短保、全谷物的中高端面包产品更受消费者欢迎，烘焙食品的单价有望逐步提升。短保面包的特点是新鲜度较高、添加剂少，口感更佳，因此受到烘焙消费者的青睐。虽然目前中国 70.5%的面包糕点产品已经是非包装短保产品了，但是随着人们对新鲜度以及健康要求的不断提高，短保产品占比也将会继续提升。另一方面，消费者对营养健康的追求也将促进全谷物面包的发展。谷物类中的脂肪占籽粒重量的仅为 1%-2%，且由不饱和脂肪酸组成，并含有较多维生素 E，因此具有很高的营养价值。根据 Euromonitor 数据，全麦面包近些年销售额增长迅速，在所有包装面包的销售额占比达到了 29%。而短保、全谷物面包的定价高于普通长保面包，例如天猫超市中出售的盼盼法式小面包、慕滋手撕面包价格较低，500g 定价分别为 21.2 元、15.9 元，相比之下，宾堡、曼可顿的短保面包的价格在 30 元以上，其他品牌的全谷物面包价格在 35 元左右，定价高于普通长保面包。我们认为随着消费升级，消费者会倾向于选择更加营养健康的短保、全谷物中高端面包，这将进一步促进烘焙食品的单价提升。

表 3: 不同种类面包价格对比

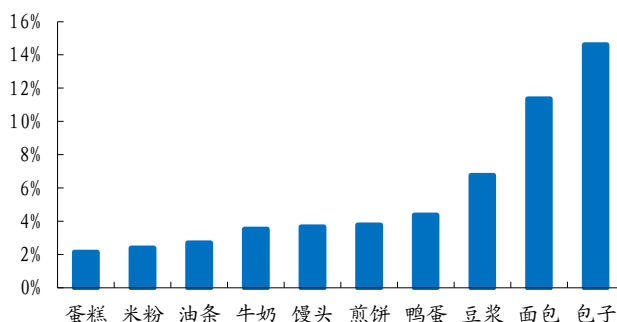
种类	品牌	价格（以 500g 定价为标准）
普通长保面包	盼盼法式小面包	21.2
	慕滋手撕面包	15.9
短保面包	宾堡手撕切片面包	33.3
	曼可顿代餐切片面包	30.8
全谷物面包	范德米林黑麦面包片	37.6
	橙子快跑全麦面包	33.3

资料来源：天猫超市，国海证券研究所

4.1.2、烘焙食品呈正餐化趋势，未来消费频次有望提高

烘焙食品作为一种方便的代餐选择，消费场景由节日性消费向日常性消费转变，消费频次有望得到提高。一方面，城镇化的加速使得烘焙食品成为一种方便的代餐选择，受到城市年轻消费者的青睐。由于生活节奏逐渐加快，特别是在中国一线城市中，消费者准备早餐的时间和以往相比大大减短，饮食偏好于方便快捷。全国性的传统早餐多是包子、豆浆等，其口味相对单一，种类变化不大，携带不便。相比之下，面包等烘焙食品以其即买即食、种类丰富的特点成为年轻消费者的早餐首选。另一方面，由于西方饮食文化不断渗透，部分消费者逐渐养成饭后吃甜点或下午茶的习惯，烘焙食品的消费场景由节日性消费向日常性消费逐渐转变。目前，面包店、咖啡馆成为年轻群体休闲消费的主流场所，“烘焙+咖啡”已成为很大一部分白领人群的每日必备品。因此，随着烘焙食品成为代餐选择，且逐渐转变为日常消费，其消费频次有望在将来不断提高。

图 24：中国居民早餐的选择倾向

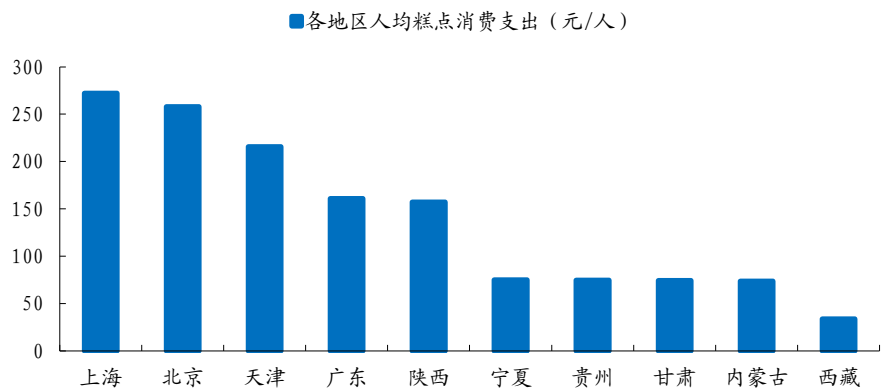


资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

4.2、随着经济发展和技术提升，二三线市场潜力巨大

中国二三线城市的烘焙产品消费与一线城市差距较大，随着经济发展和技术提升，未来市场潜力巨大。一方面，受到当地经济发展水平的限制，中国二三线城市的烘焙产品消费远低于北京、上海等一线城市。以人均糕点消费额为例，北京、上海两地人均消费额超过 250 元/人，而欠发达地区如宁夏、贵州、甘肃、内蒙等地的，人均消费额不到北京上海的一半。事实上，中国欠发达地区省份的人口占总人口比例接近 50%，这意味着未来烘焙食品具有较大的提升空间。另一方面，随着电商及冷链物流技术的发展，二三线城市烘焙食品低消费的现状有望逐渐改善。在烘焙食品各细分品类中，非包装类产品，尤其是蛋糕糕点冷链物流的要求最高。2014 年，中国烘焙市场中的蛋糕销售额达 617 亿元，约占烘焙市场总量的 43.60%，占比最大，且是烘焙行业增长最快的产品。但由于二三线城市的电商和冷链物流发展的落后，烘焙食品特别是糕点在这些地方消费较少。我们认为未来随着经济发展以及技术提升，非发达地区的烘焙食品的消费量有望逐渐增加。

图 25: 各地区人均糕点消费支出差距较大



资料来源: wind, 国海证券研究所

4.3、监管规范成本上升, 规模企业加速整合

4.3.1、行业监管加强, 人工租赁成本提升, 加速中小企业退出行业

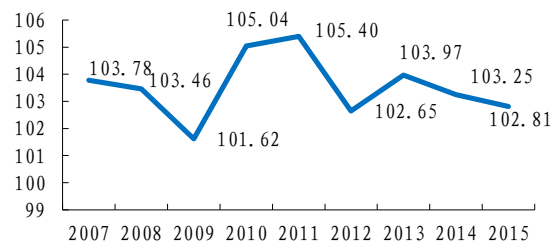
食品安全监管不断加强, 市场准入难度进一步提高, 不规范且利润低的中小烘焙企业将逐步被淘汰。由于近些年食品安全事件频发, 消费者对于食品的安全性越来越重视, 食品安全成为了消费者选购时重要的考量因素。根据 IPSOS 的数据, 一旦发生食品安全问题, 66% 的消费者将对该品牌的信任度大幅下降。同时, 近年来, 《中华人民共和国食品安全法》等法律、法规相继出台, 从生产流程、原材料采购、市场准入方面对企业进行规范。这些法律法规的出台不仅限制了大量不规范企业的进入, 还使一些规模小、生产技术落后的小企业逐步被淘汰。另一方面, 人力、租金成本不断提高, 小企业利润也在逐渐被挤压。从人工租赁成本来看, 中国的工资、房租等成本上涨明显, 近 10 年来零售行业人均工资年均复合增长率达 13%。对于中小型烘焙企业来说, 其收入增长很可能不足以抵消成本的上升, 利润空间不断被压缩。仅 2014 年, 在广州、佛山、洛阳等地共数十家烘焙店关闭, 涉及伯爵工房、超雅乳酪、奥奇西饼、彻思叔叔、圣心等多个地方品牌。因此, 我们认为监管加强和成本抬升将加速了中小烘焙企业退出市场。

图 26: 批发零售业人均工资及增幅



资料来源: 中国统计年鉴, 国海证券研究所

图 27: 城市租房 CPI 指数



资料来源: wind, 国海证券研究所

4.3.2、规模效应强、品牌优势明显，大企业不断提升市场占有率

规模优势和品牌效应帮助优质烘焙企业在行业竞争中处于领先地位，并不断扩大市场占有率。对于大型烘焙企业，特别是“中央工厂+批发”型的烘焙企业来说，规模效应带来的单位成本下降、原材料采购价格优势有助于提升其整体盈利能力，进而提高生产规模和市场覆盖率。其次，优秀的品牌企业能够根据消费者的喜好设计相应产品，使消费者产生品牌依赖，而无品牌的中小作坊在行业竞争中将处于弱势地位。最后，随着消费升级的持续，营养的均衡饮食已成为食品消费的新潮流，注重产品品质、消费体验以及不断对产品进行升级的优质企业有望在未来的行业竞争中胜出。

4.4、混合模式有望成为未来烘焙企业发展方向

“中央工厂+批发”的模式具有盈利能力高、规模效应显著、渠道快速下沉的优势，适合前期的快速扩张。但伴随着体验式烘焙兴起，消费者会偏向能够提供消费体验并且具有品牌优势的烘焙连锁店。因此，我们认为“中央工厂+批发”再辅以连锁店的混合模式将成为未来烘焙企业的发展方向。

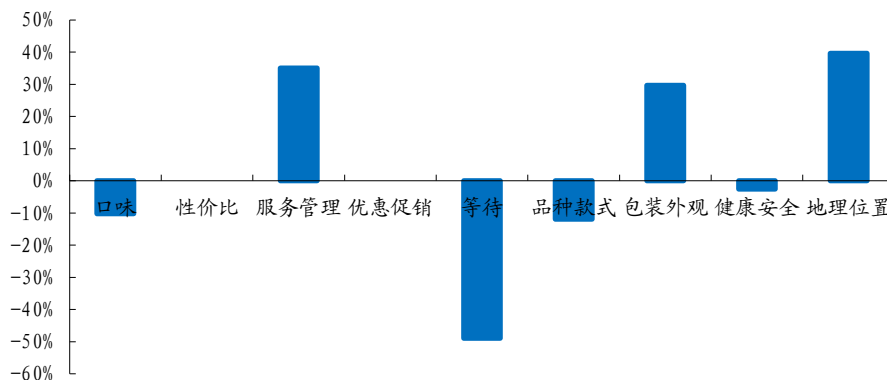
4.4.1、“中央工厂+批发”模式前期区域扩张能力强

“中央工厂+批发”的模式具有规模效应并且易于渠道下沉，具有较强的区域扩张能力。首先，该模式以现有的超市、便利店等终端作为销售渠道，基本不受城市人工和房租价格波动的影响。其次，“中央工厂+批发”模式利用自动化生产设备进行生产，高度标准化的工厂加工以及特殊的包装工艺使其产品方便运输、对物流水平的要求较低，更容易突破销售半径的限制；最后，由于二三线城市居民的收入水平低于一线城市，消费者对产品价格的敏感性较高，“中央工厂+批发”模式下生产产品的价格相对较低，因此，该模式更容易渗透到二三线城市中。相比之下，连锁店模式所需要的人工、租金成本和管理费用较高，该模式产品的高定位也不利于企业实现渠道下沉。因此，在当前的行业环境下“中央工厂+批发”模式的企业更容易实现区域扩张。

4.4.2、连锁店模式后期品牌打造更胜一筹

连锁店模式能够给消费者提供较好的体验服务，更适合后期品牌打造。一方面，消费者对烘焙食品的社交属性要求越来越高。由于烘焙食品具备简单的DIY属性，消费者对其进行简单设计时，对烘焙食品的美观、社交可传播性提出了越来越高的要求，根据大众点评对北上广深的综合评价数据来看，烘焙食品的“便利、服务、颜值”因素愈受消费者关注。另一方面，烘焙连锁门店可以为消费者提供优质的消费体验，创造良好的品牌价值，有利于增强企业的品牌影响力，并带来相应的溢价。因此，我们认为烘焙企业经历前期快速扩张后，再通过连锁店模式提供较好的服务，从而打造自身品牌形象的混合模式有望成为未来烘焙企业的发展方向。

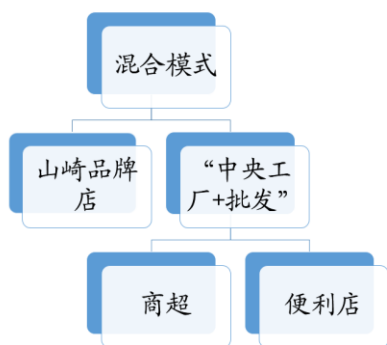
图 28: 2014-2015 年中国烘焙消费者关注因素增长情况（北上广深综合数据）



资料来源：大众点评评价数据，国海证券研究所

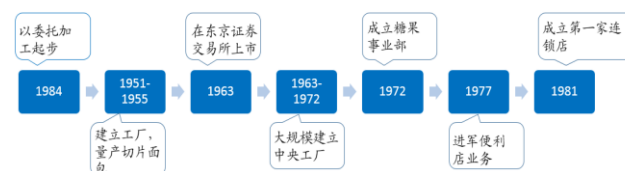
先以“中央工厂+批发”模式实现全国扩张，再以连锁店模式进军海外是日本山崎面包的扩张经验。山崎面包始于 1948 年，经过几十年的发展，成为日本烘焙行业的龙头企业。2015 年其终端市场占有率达到 36%，目前是日本烘焙行业市场份额第一的企业，其产品主要通过超市、便利店以及烘焙店（Yamazaki Shop、Saint Etoile）等渠道销售。就经营模式而言，目前山崎面包采用“中央工厂+批发”与连锁店混合经营模式。山崎面包自 1955 年在千叶县设立第一家面包工厂起，至 1976 年，已在市川、横滨、大阪、千叶、福冈、京都等地建成 16 家中央工厂，通过批发模式深耕既有市场，基本完成全国性布局。1981 年，山崎面包成立了第一家连锁店，随后以不断开设连锁店的方式，为顾客提供更优质的服务和消费体验，以更好地满足市场需求。截止到 2016 年，山崎面包共拥有 3615 家品牌连锁门店，全面覆盖东京、大阪、札幌等重点区域，进一步巩固了其市场地位。

图 29: 山崎面包经营模式



资料来源：山崎面包官网，国海证券研究所

图 30: 山崎面包的扩张路径



资料来源：山崎面包官网，国海证券研究所

5、行业评级及投资策略

基于以上分析，国内烘焙食品行业虽然起步较晚，但近年来保持高速增长。随着消费升级以及面包糕点正餐化，烘焙食品的消费有望迎来量价齐升。在探讨了现存的三种经营模式后，我们认为中央工厂+批发+连锁店的混合经营模式将成为未来新的发展方向。目前烘焙行业集中度较低，随着监管加强、成本上升以及优秀企业的不断发展，行业有望加速整合，因此维持行业“推荐”评级。个股方面，推荐关注上游原材料龙头安琪酵母、“中央工厂+批发”模式的桃李面包，以及连锁店直营模式的元祖股份。

6、重点推荐个股

6.1、桃李面包：渠道布局加快，产能扩张合理

桃李面包是以面包及糕点的生产和销售为主的短保产品龙头企业。主要产品为“桃李”品牌面包，目前拥有三大系列 30 多个品种，此外公司还针对传统节日开发节日产品，包括月饼、粽子等。从 2012 年至 2016 年，公司营业收入稳健增长，从 15.28 亿元增长至 33.05 亿元，归母净利润从 2.15 亿元增长至 4.36 亿元。分业务来看，公司主营业务为面包、月饼、粽子，2016 年其营业收入分别为 32.43 亿元、5,775 万元、470 万元，占比分别为 98.11%、1.75%、0.14%。

图 31：2012-2016 年桃李面包营业收入及增长率

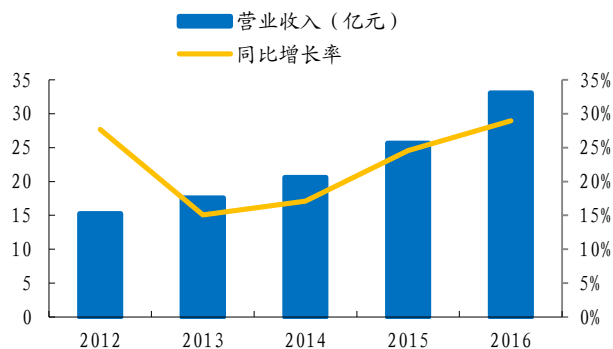
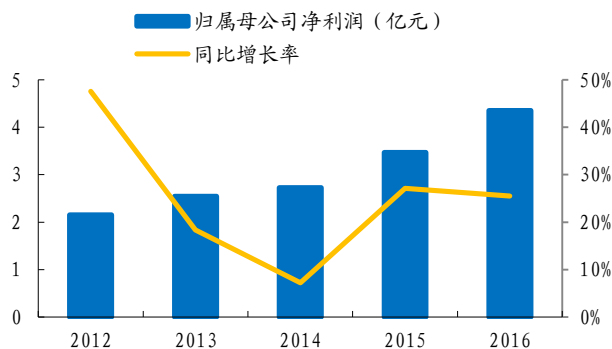


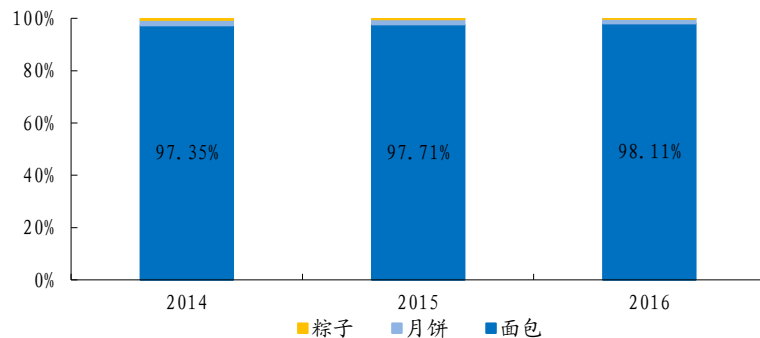
图 32：2012-2016 年桃李面包归母净利润及增长率



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

图 33: 公司主要产品以面包为主

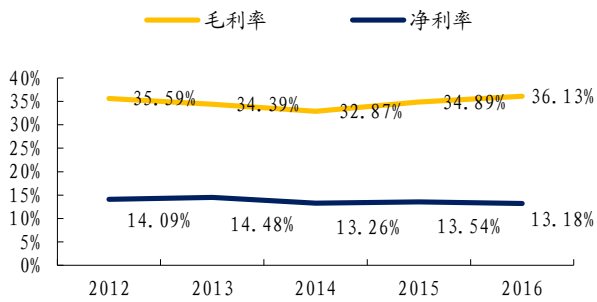


资料来源: wind, 国海证券研究所

采用“中央工厂+批发”经营模式，不断加快渠道布局。公司采用“中央工厂+批发”模式，产品以其高性价比为竞争优势，毛利率维持在 35%左右，公司净利率一直处于行业较高水平，维持在 14%左右，主要是由于：公司不断聚焦面包主业，通过提高单品的生产销售规模，降低产品的单位成本，规模效应显著；同时将产品直接销售给商超、便利店等终端，大大降低销售费用率和管理费用率，因此能够在同行业内维持较高的净利率水平。在此基础上，公司不断加快渠道网络建设，完善国内市场的布局。公司在东北、华北、西南、华南等 15 个中心城市及周边地区的零售终端已从 2015 年底的 9 万个增加至 2016 年底的 15 万个以上。

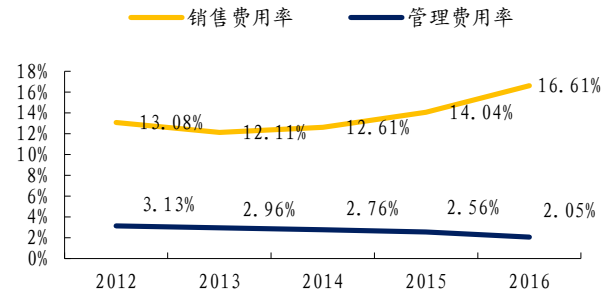
稳步推进产能建设，满足区域扩张需求。2016 年，产能为 0.9 万吨的石家庄基地建设完工。目前公司在建工程项目包括沈阳、内蒙古二期改造、大连二期建设、天津友福、武汉、重庆等。公司通过不断建设生产基地，使新产能得以释放，有望与不断增长的市场需求相匹配，从而提高公司收入，加快全国化进程。近些年，公司东北以外区域市场的销售占比有了明显提升，从 2012 年的 38.57%增长至 2016 年的 49.55%，同时各地区销售收入增速较快，2016 年公司在东北地区市场销售增速为 27.36%，华东和华南地区增长明显，其中华东地区收入同比增长 49.60%，新开辟的华南市场收入同比增长 25,761%。庞大的渠道网络和良好的产能建设为公司全国化扩张奠定基础。

图 34: 2012-2016 年公司毛利率及净利率



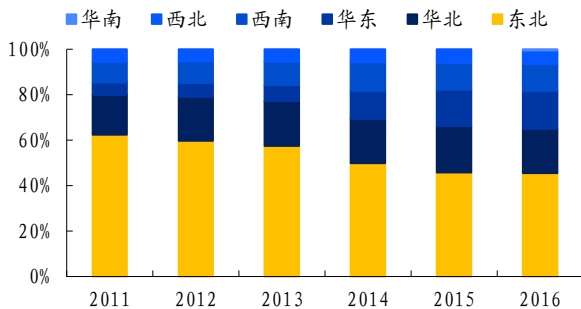
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 2012-2016 年公司消费费用率及管理费用率



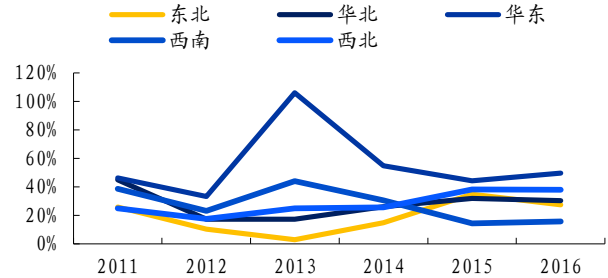
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 36: 桃李面包各区域销售占比



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 37: 桃李面包各区域销售增长率

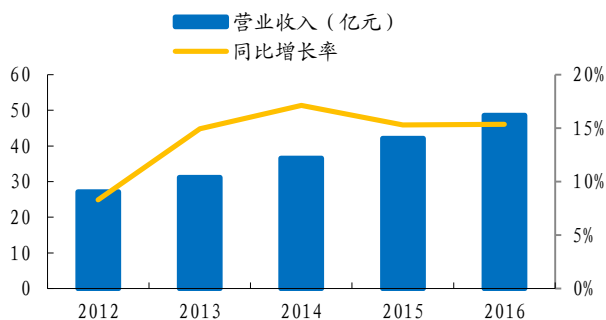


资料来源: wind, 国海证券研究所

6.2、安琪酵母：布局上下游，龙头地位稳固

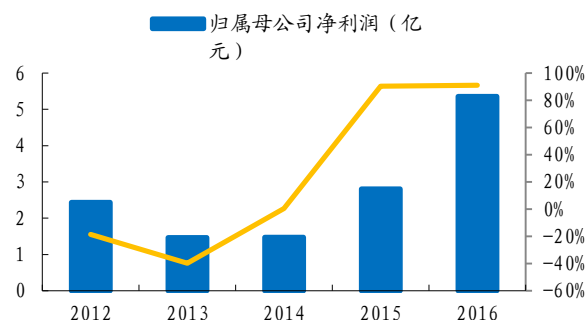
安琪酵母是国内酵母行业龙头企业，主要生产高活性酵母以及酵母抽提物，产品广泛应用于烘焙与发酵面食、食品调味、微生物发酵、动物营养、酿造及酒精工业等领域。从 2012 年至 2016 年，公司营业收入稳健增长，从 27.14 亿元增长至 48.61 亿元，归母净利润从 2.43 亿元增长至 5.35 亿元。分业务来看，公司主营业务为酵母系列、包装、奶制品、制糖等，2016 年其营业收入分别为 37.62 亿元、1.90 亿元、1.66 亿元、5,352 万元，占比分别为 98.11%、1.75%、0.14%。

图 38: 2012-2016 年安琪酵母营业收入及增长率



资料来源: wind, 国海证券研究所

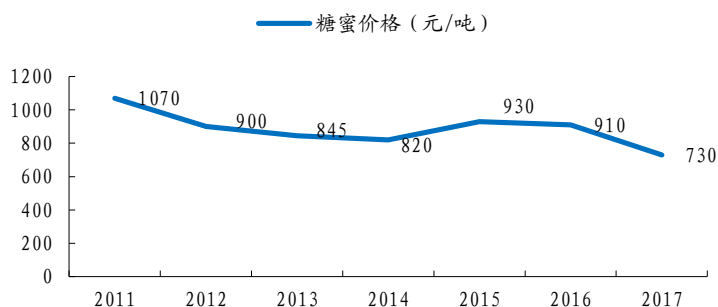
图 39: 2012-2016 年安琪酵母归母净利润及增长率



资料来源: wind, 国海证券研究所

深入布局上游原材料资源，糖蜜价格下行推动毛利率提升。一方面，公司以合资及参股方式在广西、云南及新疆与当地糖厂建立长期合作关系，确保原材料的优先供应。另一方面，作为酵母的主要原材料，糖蜜价格持续下行，有利于公司毛利率水平的提升。2017 年初糖蜜的平均采购成本为 730 元/吨，相比 2016 年下降接近 20%，成本优势愈发明显，受此影响，公司酵母产品的毛利率水平已从 2015 年的 32.30% 增长至 2017 年上半年的 37.26%。

图 40: 糖蜜价格呈下行趋势



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

下游增加消费者粘性，不断巩固市场地位。目前中国国内酵母行业呈现三足鼎立的竞争格局，安琪酵母、乐斯福、英联马利三家公司在国内的市占率接近 90%，其中安琪酵母市占率为 49%，处于绝对龙头地位。相比于其他主要竞争者，公司具备销售、服务等优势。目前公司在全国范围内设有 7 个技术服务中心，配备 900 多个销售人员，通过举行烘焙及发酵面食的培训，为行业 20000 余名从业人员提升专业技能，增强了下游客户的消费粘性。随着中国面食发酵、烘焙等领域不断发展，安琪酵母作为行业龙头企业有望凭借其品牌、渠道等优势不断巩固其市场地位。

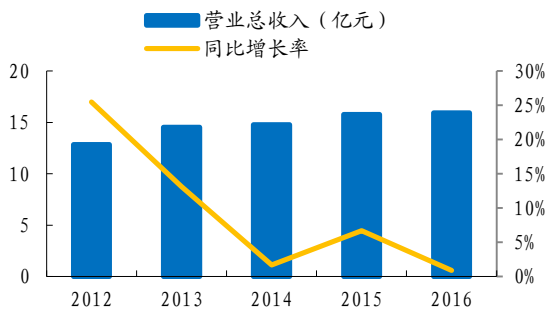
产能不断释放，解决销量增长瓶颈。截止到 2016 年末，公司拥有酵母类产品发酵总产能超过 18.5 万吨，产能利用率已达到 110%。柳州工厂新增的 2 万吨产

能，可初步缓解公司的产能压力。俄罗斯的 2 万吨酵母工厂和赤峰的 2.5 万吨酵母生产线项目目前正在稳步推进，新增产能的释放有望解决公司的销量瓶颈，为公司的进一步发展打下牢固基础。

6.3、元祖股份：渠道快速扩张，深耕全产业链

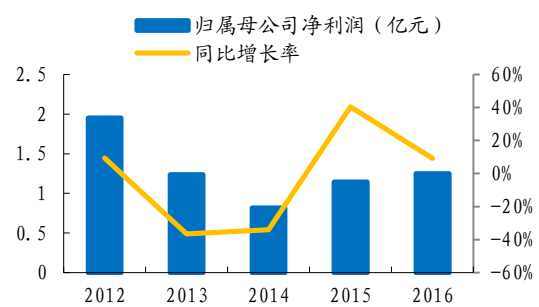
元祖股份主要从事烘焙食品的研发、生产和销售，是一家专业生产蛋糕、月饼以及中式糕点等烘焙产品的全国性连锁经营企业。从 2012 年至 2016 年，公司营业收入从 12.85 亿元增长至 15.92 亿元，归母净利润从 1.95 亿元下降至 1.25 亿元。公司的主要业务包括月饼礼盒、蛋糕、中西式糕点以及水果四大系列，2016 年各项主营业务收入分别为 5.31 亿元、5.08 亿元、4.29 亿元、6,273 万元，占比分别为 33.33%、31.94%、26.93%、3.94%。

图 41：2012-2016 年元祖股份营业收入及增长率



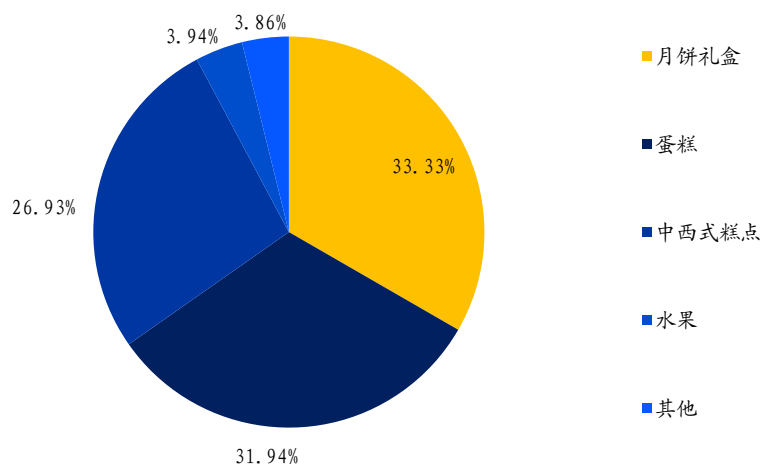
资料来源：wind，国海证券研究所

图 42：2012-2016 年元祖股份归母净利润及增长率



资料来源：wind，国海证券研究所

图 43：元祖股份各业务收入占比



资料来源：wind，国海证券研究所

专注中国大陆烘焙市场，不断扩张销售网络。公司自 1993 年由台湾进入中国内地烘焙市场以来，经过 20 多年深耕，逐步形成较高的产品知名度和品牌影响力，2016 年公司中国内地市场的收入达 15.36 亿元，占总收入的 96.50%。另外，

公司通过在中国主要城市扩张门店,从而加强渠道网络的建设,截至 2016 年底,公司拥有 594 家门店,遍布全国 116 个城市,其中公司在上海、江苏、浙江、湖北、四川、重庆等东部及长江流域地区形成相对优势。此外,公司还建设了电商平台,为消费者提供免费宅配服务,实现线上与线下的融合贯通。

采取全产业链生产运营模式,涵盖原材料采购、生产加工、营销体系等各个环节。采购方面,由公司采购部和各中央工厂统一鉴别、统一采购;生产加工方面,除部分季节性产品如月饼、粽子等的生产委托 OEM 供应商代加工,其他产品皆由公司中央工厂统一生产;营销体系上,公司采取直营连锁店为主、特许经营店为辅的销售模式,对销售终端的控制力强。作为烘焙连锁店领先企业,公司通过加强实现产品的全产业链可控性,为消费者提供中高档烘焙产品,未来有望通过继续深耕国内市场,实现烘焙产品销售规模的扩张,成为连锁经营的龙头企业。

重点公司 代码	股票 名称	2017-08-23 股价	EPS			PE			投资 评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
600298.SH	安琪酵母	24.03	0.65	1.04	1.29	36.97	23.11	18.63	买入
603866.SH	桃李面包	34.95	0.97	1.21	1.54	36.12	28.87	22.63	增持
603886.SH	元祖股份	20.91	0.52	0.55	0.60	40.17	37.78	34.71	增持

资料来源：公司数据，国海证券研究所

7、风险提示

- 1) 食品安全问题;
- 2) 原材料价格波动;
- 3) 市场竞争加剧;
- 4) 相关推荐公司项目建设进度及业绩不及预期;

【食品饮料组介绍】

余春生，8 年实业工作经验，7 年证券从业经验。自 2009 年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4 年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1 年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。