

食品饮料

面包行业深度：不可阻挡的消费趋势，大有可为

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

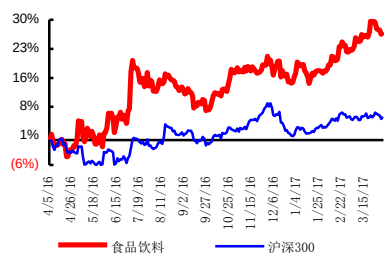
联系人：龚小乐

电话：021-20315138

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	85
行业总市值(百万元)	1917349.68
行业流通市值(百万元)	1661028.89

行业-市场走势对比

相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		
桃李面包	43.4	0.86	0.97	1.22	1.56	52.	46.7	35.5	27.9	1.56	-

备注：股价为 2017 年 4 月 11 日收盘价。

投资要点

- **核心观点：**目前我国面包行业具备人均消费低、行业集中度低、行业增速快等特点，未来消费升级、渠道下沉等将成为行业成长的主要驱动力。对比日本，我国面包行业消费水平类似于其 70 年代，行业依旧大有可为。我们认为，未来行业集中度提升、短保面包占主流、中央工厂加连锁模式加快融合是行业的重要发展趋势。公司层面，桃李面包具备产品、品牌及渠道三重优势，未来有望进一步强化龙头地位。
- **全球烘焙市场稳步增长，国内面包大有可为。**2016 年全球烘焙市场规模突破 3000 亿美元，2002-16 年 CAGR3.54%，我国烘焙市场规模达 251.82 亿美元。国内面包市场规模达 285.85 亿元，人均消费仅 1.5 千克，相当于日美人均消费量的十分之一，且当前行业格局较为混乱、亟待整合，国内面包行业大有可为。
- **终端消费升级、渠道下沉将成为行业的主要增长点。**在消费端，11%的消费者已经选择面包作为早餐主食，2015 年人均可支配收入相比 2000 年也翻了约 5 倍。渠道方面，新兴销售渠道占比逐年增长，面包本身的属性非常贴合便利店以及电商渠道，同时新兴渠道也更有利于市场下沉。面包行业有望借力便利店以及电商渠道的发展而持续增长。
- **对比日本，短保面包能够成为消费主流，渠道模式也有望日趋成熟。**我们研究发现日本面包行业发展黄金时段在 60-80 年代，而目前我国从人均消费额、人均消费增速、量价协同三方面都与之相接近，据此我们认为未来国内面包行业年均复合增速有望继续保持 10% 左右；未来集中度提升将是必然趋势，短保面包能够成为消费主流，而中央工厂及连锁经营模式的深度融合是国内龙头企业领跑行业的有力保证。
- **桃李面包：优势显著，未来有望执牛耳。**公司收入增速达 25% 以上，净利润增速达 30% 以上，且未来业绩有望持续高增长。随着募投项目工厂的陆续投产，公司全国化扩张将更进一步，鉴于公司具备产品、品牌及渠道三重优势，我们认为公司未来有望执牛耳。
- **风险提示事件：**食品安全风险，行业竞争加剧风险，募投项目不达预期风险。

内容目录

全球烘焙市场稳步增长，国内面包格局仍可优化.....	- 4 -
全球烘焙产业稳步增长，我国市场增速较快	- 4 -
面包行业大有可为	- 5 -
终端消费升级、渠道下沉将成为行业增长的核心驱动力.....	- 8 -
消费升级长期推动行业增长	- 8 -
渠道下沉依旧有较大的发展空间.....	- 9 -
对比日本，我国面包行业仍大有可为	- 11 -
对比日本，我国面包行业空间较大	- 11 -
未来趋势：短保+经营模式相互融合	- 15 -
桃李面包：中央工厂模式助力全国化扩张，未来有望执牛耳	- 17 -
风险提示	- 18 -

图表目录

图表 1：2002-16 年全球烘焙产品规模 CAGR3.54%	- 4 -
图表 2：我国烘焙产品市场规模全球第二	- 4 -
图表 3：我国烘焙产品规模增速相对较快	- 4 -
图表 4：面包行业销售量 2010-16CAGR 为 6.91%	- 5 -
图表 5：面包行业销售额 2010-16CAGR 为 11.58%	- 5 -
图表 6：我国面包行业规模占烘焙行业规模 17%	- 5 -
图表 7：面包行业增速高于多数其他食品子行业	- 5 -
图表 8：我国人均面包消费量仅 1.5 千克.....	- 6 -
图表 9：我国人均烘焙产品消费额仅 18.3 美元	- 6 -
图表 10：面包企业主要两大经营模式.....	- 6 -
图表 11：收入 2000 万元以上面包企业仅 703 家.....	- 7 -
图表 12：前十大面包企业市占率.....	- 7 -
图表 13：我国面包销售渠道主要为商超以及传统作坊.....	- 7 -
图表 14：非包装面包销售量占比 62%.....	- 8 -
图表 15：非包装面包销售额占比 59%.....	- 8 -
图表 16：面包位居国人喜爱早餐第二位.....	- 8 -
图表 17：面包与牛奶的搭配位居早餐组合第三位	- 8 -
图表 18：2000-15 城镇居民家庭消费能力显著提升.....	- 9 -
图表 19：2000-15 农村居民家庭消费能力成倍增长.....	- 9 -
图表 20：面包渠道逐渐多样化	- 10 -
图表 21：新兴渠道占比显著上升.....	- 10 -

图表 22: 我国便利店零售行业发展迅速.....	- 10 -
图表 23: 我国电商渠道发展迅速.....	- 10 -
图表 24: 大型国际盛会短期内对面包消费有一定刺激作用.....	- 11 -
图表 25: 日本面包行业发展历程.....	- 11 -
图表 26: 63-80 年日本家庭面包消费额翻 5 倍	- 12 -
图表 27: 63-80 年日本面包价格翻了超过 3 倍	- 12 -
图表 28: 60-80 年代日本 GDP 高速增长	- 13 -
图表 29: 60-80 年代日本人均可支配收入高速增长	- 13 -
图表 30: 60-80 年日本人口增速相对其他时期较高	- 13 -
图表 31: 60-70 年代年轻人口占比持续提升	- 13 -
图表 32: 1970 年后日本面包行业集中度不断提升.....	- 14 -
图表 33: 日本 60-80 年代家庭消费额增速 10%-20%	- 14 -
图表 34: 10-16 年我国人均面包消费额 CAGR11%.....	- 14 -
图表 35: 70 年代后日本面包行业量价齐升.....	- 15 -
图表 36: 09 年后我国面包行业量价齐升.....	- 15 -
图表 37: 我国面包行业 CR4 仅为日本四分之一	- 15 -
图表 38: 我国面包行业集中度逐渐提升.....	- 15 -
图表 39: 新鲜面包消费额逐年提升.....	- 16 -
图表 40: 新鲜面包销售额增速总体高于包装面包	- 16 -
图表 41: 中央工厂批发模式的费用率较低.....	- 17 -
图表 42: 中央工厂批发模式的净利率较高.....	- 17 -
图表 43: 山崎面包主要扩张历程.....	- 17 -

全球烘焙市场稳步增长，国内面包格局仍可优化

全球烘焙产业稳步增长，我国市场增速较快

- **全球烘焙行业稳步增长，行业规模已突破 3000 亿美元。**烘焙食品主要起源于西方国家，全球烘焙产品消费额贡献主要来源于欧美，不过随着行业不断的发展、产品的普及、消费水平的提升，烘焙产品在许多发展中国家也有了显著的增长。根据 Euromonitor 对全球烘焙产品消费终端的统计，全球烘焙产品市场规模稳步增长，2016 年规模已经突破 3000 亿美元，2002-16 年年复合增长率 3.54%。

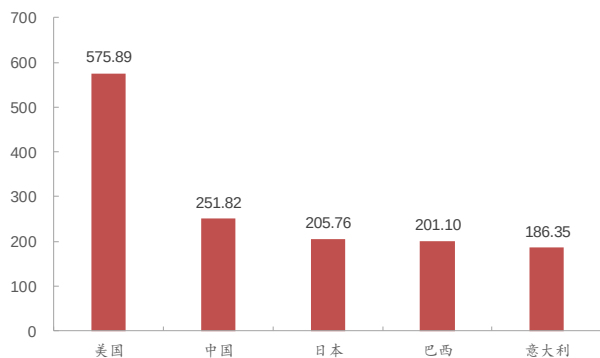
图表 1：2002-16 年全球烘焙产品规模 CAGR3.54%



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

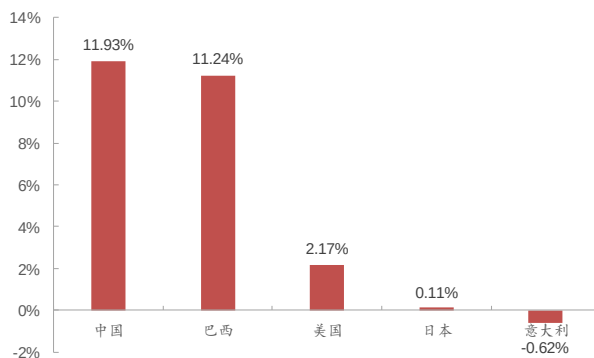
- **我国烘焙行业规模快速成长。**根据 Euromonitor 统计，2016 年全球烘焙行业规模，我国以 251.82 亿美元位居全球第二，仅次于美国。同时中国烘焙行业近几年增速较快，2011-16 年复合增长率为 11.93%，领先于市场规模前五名的其他四国。

图表 2：我国烘焙产品市场规模全球第二



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 3：我国烘焙产品规模增速相对较快

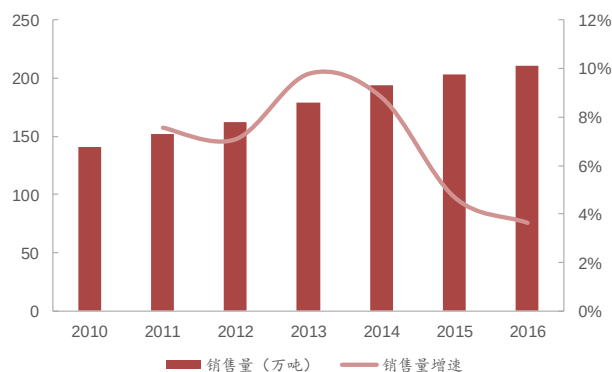


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

面包行业大有可为

- 我国面包行业连续数年保持双位数增长，增速强于大多行业。面包行业属于烘焙行业的子行业。在我国，烘焙产品品类丰富，包括传统的中式甜品糕点、西式蛋糕、面包、饼干等。2016 年面包市场规模占我国烘焙整体规模的 17%。根据 Euromonitor 公布的数据，2016 年我国面包销售量达 210.87 万吨，销售额达 285.85 亿元。2010-16 年销售量年复合增长率为 6.91%，销售额年复合增长率为 11.58%。尽管目前行业整体增速逐渐放缓，但相比食品行业其他子行业，面包行业增速仍相对较高，领先食品饮料行业内大部分子行业，属于年轻的成长中行业。

图表 4：面包行业销售量 2010-16CAGR 为 6.91%



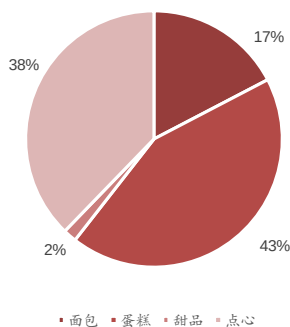
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 5：面包行业销售额 2010-16CAGR 为 11.58%



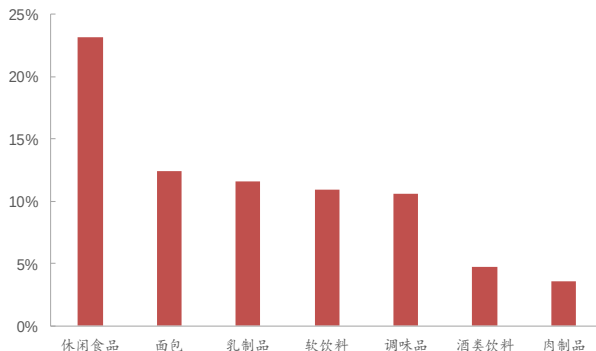
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 6：我国面包行业规模占烘焙行业规模 17%



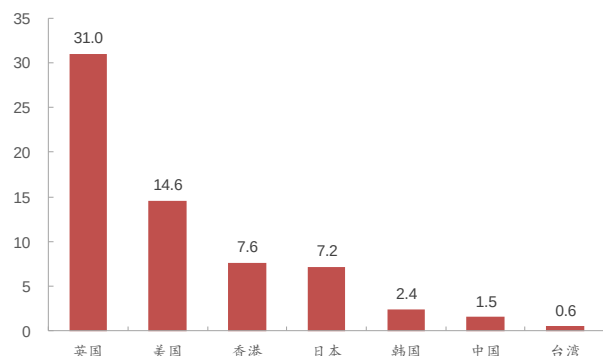
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 7：面包行业增速高于多数其他食品子行业

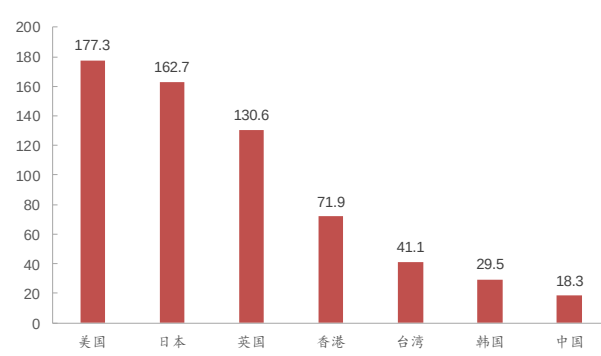


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

- 对比国际面包人均消费，我国面包人均消费具备较大的提升空间。尽管我国面包行业市场规模在全球范围位居前列，但人均消费量仍处于较低水平。根据 Euromonitor 数据显示，我国人均每年仅消费 1.5 千克面包，与美国人均 14.6 千克以及英国人均 31 千克的面包消费量相去甚远。与我国饮食习惯相近的日本以及香港地区，人均面包消费量都超过了 7 千克，大约是我国人均消费量的 5 倍。而在烘焙产品消费额方面，我国人均消费额仅为日本以及美国的十分之一。由此可见，我国面包行业的成长空间还很大。

图表 8：我国人均面包消费量仅 1.5 千克


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 9：我国人均烘焙产品消费额仅 18.3 美元


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

- **中央工厂批发模式更适合全国性扩张，桃李有望持续受益。**目前我国面包企业按照经营模式的不同主要可以分为两类：中央工厂批发模式以及连锁店经营模式。以桃李面包、曼可顿、宾堡为代表的中央工厂批发模式具有规模效应显著、盈利能力较强的特点；而以 85 度 C、面包新语为代表的连锁经营店模式则以消费体验感强、产品新鲜见长，但管理费用较高，适合在一线城市发展，不利于全国性扩张。

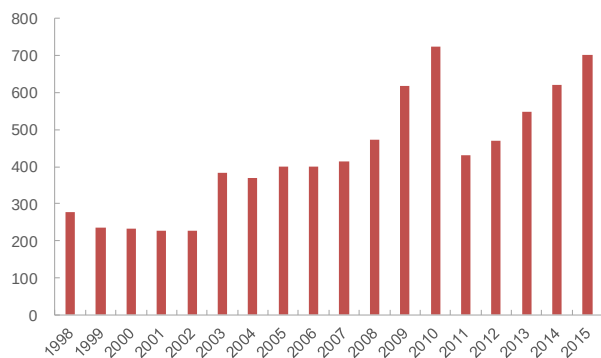
图表 10：面包企业主要两大经营模式

经营模式	运作方式	优势	劣势	代表企业
中央工厂批发	企业在各个城市设立生产加工工厂，通过流水生产线和现代化的生产设备进行食品的生产和加工，以工厂为圆心，通过集中物流配送，将产品批发给渠道及终端	自动化程度高，规模效应显著	依赖渠道经销商以及良好长期的客户关系	桃李面包、曼可顿、宾堡
连锁店经营	企业在城区周边设立工厂，制作成品或半成品，在市区人口密集的商业区和居民区设立各式各样的烘焙连锁店，包括面包房、西饼屋等。通过专门的物流配送将工厂制作的半成品或成品运送到市区门店进行现场加工、销售。	消费体验较高，产品新鲜程度高	管理费用高、成本大，消费群体范围小	85 度 C、面包新语、克莉斯汀

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

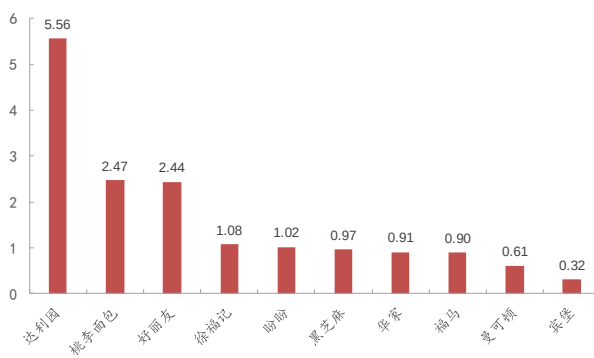
- **行业极度分散，未来集中度有待提升。**我国面包行业作为一个较为年轻的成长型行业，竞争格局还较为混乱，根据中国食品报的统计，我国目前已经有上万家面包生产企业获得了食品生产许可资格。然而，国家统计局的数据显示，2015 年我国主营收入超过 2000 万元的面包企业仅 703 家，行业整体格局还略显分散，没有明显的龙头企业，市场集中度较低，市占率最高的达利园面包也仅占 5.56%的市场规模，面包行业 CR10 仅为 16.28%。

图表 11：收入 2000 万元以上面包企业仅 703 家



来源：国家统计局，中泰证券研究所

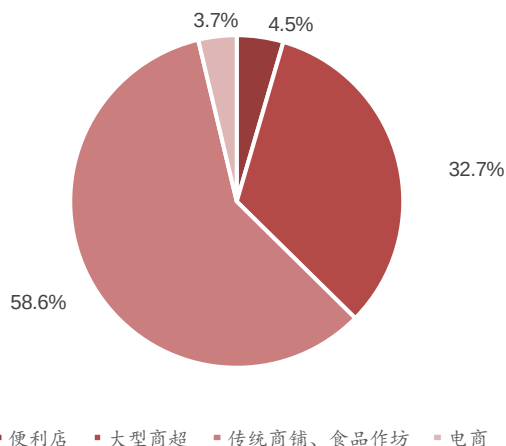
图表 12：前十大面包企业市占率



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

- **行业渠道大型商超为主，新兴渠道值得关注。**我国面包销售渠道主要包括大型商超、传统商铺作坊、便利店以及近年来新兴起的电商渠道。根据 Euromonitor 的数据显示，目前我国面包销售主要依靠大型商超渠道流入终端消费者，商超渠道销售规模占整体销售规模的 58.6%，传统商铺作坊渠道的销售规模占比 32.7%，而发展时间较短的便利店以及电商渠道销售规模分别占比 4.5%及 3.7%。便利店及电商渠道作为面包销售新兴渠道，值得关注。

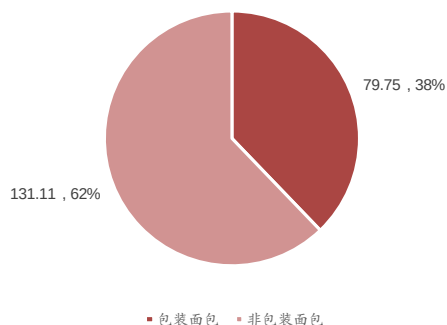
图表 13：我国面包销售渠道主要为商超以及传统作坊



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

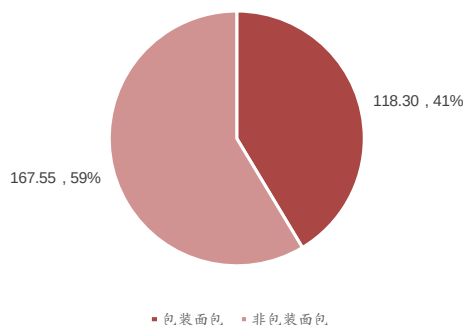
- **非包装面包销售额占比近6成。**面包行业消费端的统计类别多样，统计难度较高，除常见的连锁门店中销售的新鲜面包或者商超内销售的袋装面包外，面包产品还经常出现在餐饮等配餐辅料之中，因此统计细分面包消费种类的数据较难实现。Euromonitor 将面包消费终端的数据基本分为两类：包装面包以及非包装面包。非包装面包的主要特点是现场烘焙、新鲜、保质期短，既包括在作坊、连锁经营店内销售的烘焙面包，也包括餐饮等其他渠道作为配餐辅料的面包产品。2016 年，我国包装面包消费 79.75 万吨，非包装类面包消费 131.11 万吨；市场规模方面，包装类面包销售规模达 118.30 亿元，而非包装类面包销售规模为 167.55 亿元。

图表 14：非包装面包销售量占比 62%



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 15：非包装面包销售额占比 59%



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

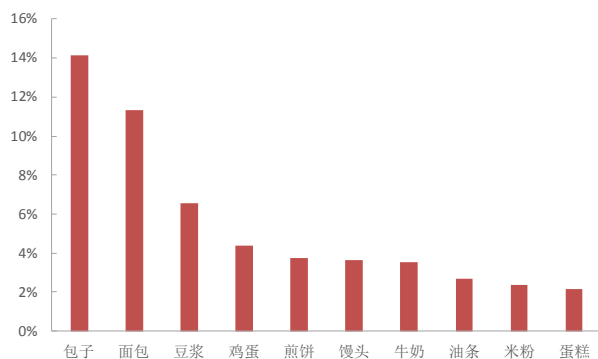
终端消费升级、渠道下沉将成为行业增长的核心驱动力

消费升级长期推动行业增长

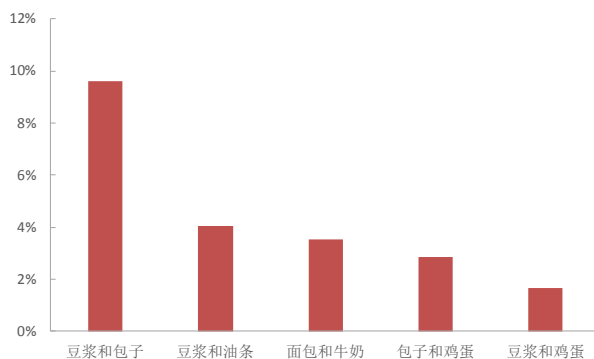
- **面包具备良好口感以及便于携带等特点，面包已经成为早餐重要的选择之一。**面包作为西方“舶来物”，与我国饮食文化多多少少有些许差异，面包行业作为食品行业，能否长期得到可持续的发展，消费者的饮食观念以及习惯是一大影响因素。面包以其独特的烘焙香味、松软的口感、便于贮藏携带等多项优势，迅速融入我国普通消费者群体的日常饮食之中。近年来，随着生产技术、物流技术的不断提高，以及消费者对口味的追求不断提升，面包本身的品类、新鲜程度也不短改善，得到消费者的青睐。尤其在早餐领域，面包已经成为重要的选择之一，超过 11% 的国人选择在早餐时食用面包，仅低于选择食用中国传统的包子的消费者数量。

图表 16：面包位居国人喜爱早餐第二位

图表 17：面包与牛奶的搭配位居早餐组合第三位



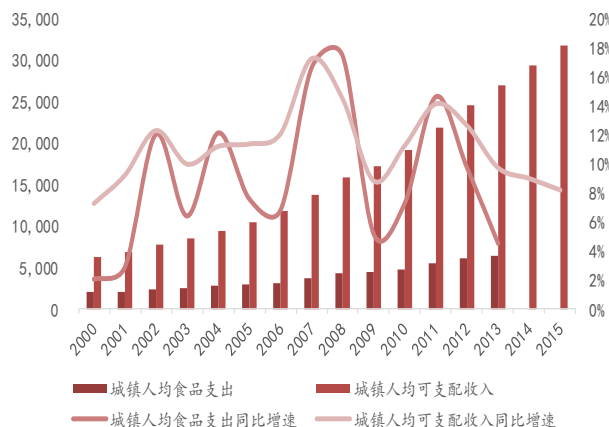
来源：公开资料整理，中泰证券研究所



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

■ **消费水平的提升，驱动着面包行业的快速发展。**面包作为消费品，消费者个人收入的增长也会对行业发展产生积极的影响。同时，面包除了可以作为主食消费以外，面包也时常作为休闲食品出现，消费者人均可支配收入的增长将有力保证面包行业的增长动力。据国家统计局数据显示，我国城镇居民人均可支配收入从 2000 年的 6279.98 元上升至 2015 年的 31790.30 元；人均食品支出从 2000 年的 1971.32 元上升到 2013 年 6311.90 元。农村人均年收入从 2000 年的 3146.21 元上升到 2012 年的 10990.67 元，人均食品支出从 2000 年 820.52 元上升至 2013 年的 2054.46 元。我国消费者个人收入以及人均食品支出的持续上涨保证了面包行业的成长空间。

图表 18：2000-15 城镇居民家庭消费能力显著提升



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 19：2000-15 农村居民家庭消费能力成倍增长

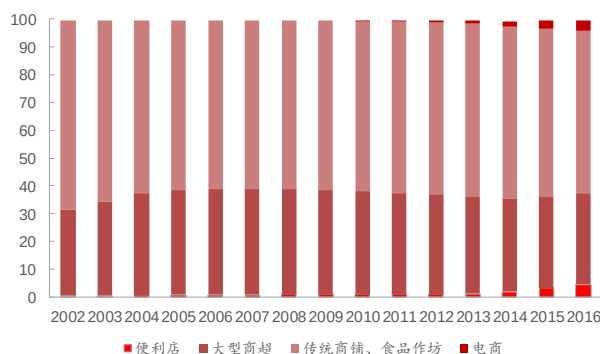


来源：国家统计局，中泰证券研究所

渠道下沉依旧有较大的发展空间

■ **渠道趋向多样化，新兴渠道占比明显提高。**面包的传统销售渠道主要依靠大型商超以及传统杂货店，2002 年时，我国面包销售额中 68.4% 依托杂货店渠道，30.9% 依托大型商超。然而，杂货店渠道的物流体系偏落后，不能满足消费者对面包的新鲜度要求的不断提高，对于货源的管理也并不完善，并不利于行业的发展。大型商超往往集中于大型城市，下沉难度较高，因此面包产品不能有效地深入二三线城市或者农村地区，对行业的发展有一定的桎梏。随着便利店的兴起，面包产品的便利店渠

道占比逐渐提高,尤其近年来,提升明显。2013年,便利店渠道占比仅1.2%,而2016年,便利店渠道销售额占面包整体销售规模4.5%,提高了接近4倍。而2010年后,电商渠道的兴起,更加有利于面包市场的普及以及下沉,2016年,电商渠道销售额占比已从2010年的0.3%提升至3.7%。前文提到过,面包产品本身易于包装、运输,加上物流水平的逐渐提高,通过电商渠道的面包产品新鲜度也有了一定保证。面包本身的便利快捷属性、易包装、口感维持时间久等优点也使得面包相对于许多其他主食或者休闲食品要更贴合便利店以及电商渠道的运营模式。

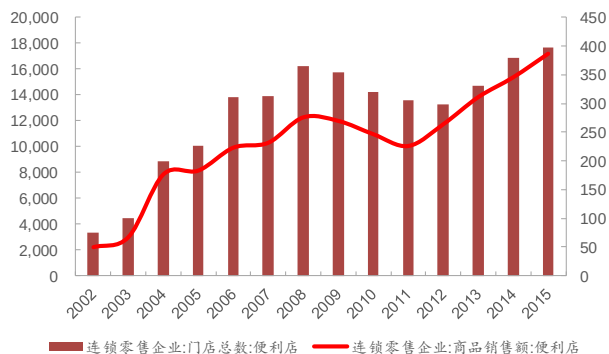
图表 20: 面包渠道逐渐多样化


来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

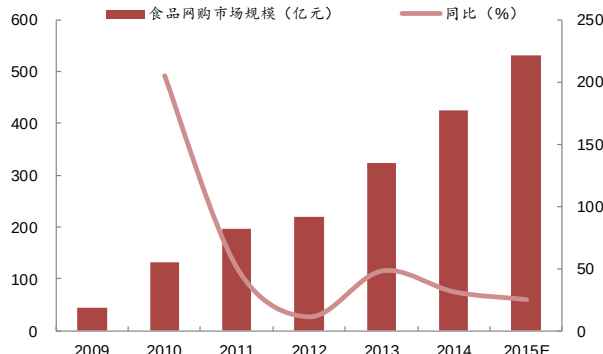
图表 21: 新兴渠道占比显著上升


来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

- **便利店、电商行业快速发展,面包行业有望持续受益。**电商渠道以及便利店渠道能够帮助面包市场快速下沉,提高消费普及度,是面包行业未来增长的重要驱动力。同时,我国便利店渠道以及电商渠道恰好处于快速发展期。根据国家统计局数据显示,2015年,我国便利店门店总数达到17675个,相比2002年的3324家门店,提升了大约4.3倍;2015年我国便利店商品销售额达到387.23亿元,2002-15年年复合增长率为17.2%。而我国食品网购规模在2015年已经超过了500亿元,2010-15年年复合增长率为32.3%。依托便利店以及电商渠道的快速发展,面包行业有望借力快速增长。

图表 22: 我国便利店零售行业发展迅速


来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

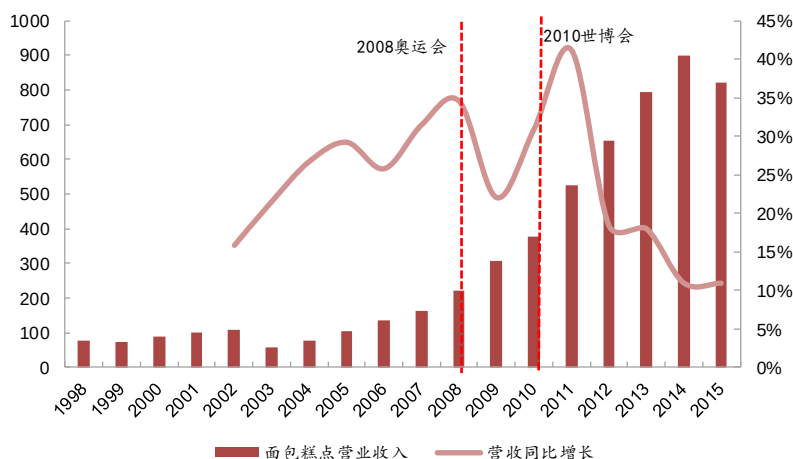
图表 23: 我国电商渠道发展迅速


来源: 亿邦动力网, 中泰证券研究所

- **国际盛会的举办在短期内促进面包消费。**除去消费终端升级以及渠道下沉对于面包行业有着长远的驱动作用。大型国际盛会的举办也在一定程度上短期内促进面包的消费。2008年北京奥运会以及2010年上海世博

会的举办，吸引了大量外国游客、运动员以及工作人员。西方世界对于面包的高消费水平带入我国，以及盛会期间特殊的活动需求短期内刺激了我国的面包消费。对于我国尚处于新兴发展期的面包行业，短期内的刺激效果是较为明显的。

图表 24：大型国际盛会短期内对面包消费有一定刺激作用



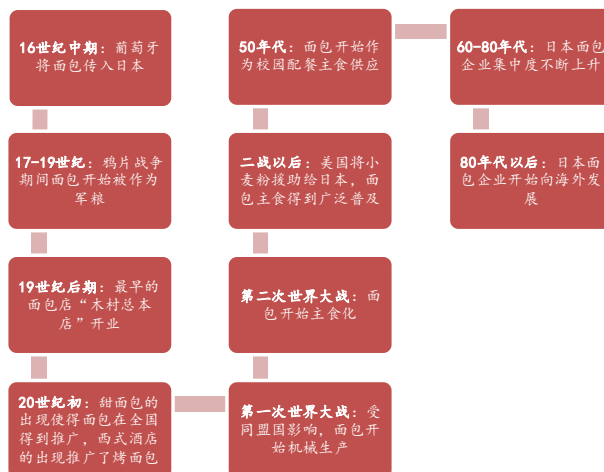
来源：公开资料整理，国家统计局，中泰证券研究所

对比日本，我国面包行业仍大有可为

对比日本，我国面包行业空间较大

- **以史为鉴，可以知兴衰。**同是东亚国家，日本相对于我国，面包行业发展的历史要悠久得多。相比我国仅 30 年左右的发展时间，日本面包的历史可以追溯到 16 世纪中期，由葡萄牙将面包传入日本。不过日本的面包高速发展期始于二战之后，日本作为战败国，经济受到重创，国内自身粮食供应不足，美国将小麦粉作为物资援助日本战后重建，因此日本将面包作为彼时主要的主食选择。60 年代后，日本国内涌现出大批面包优秀企业，包括山崎在内的公司不断发展，行业集中度不断上升，谱写了日本面包行业发展的黄金时代。重点分析日本面包二战后至 80 年代的发展时期，我们认为可以分为两个阶段：

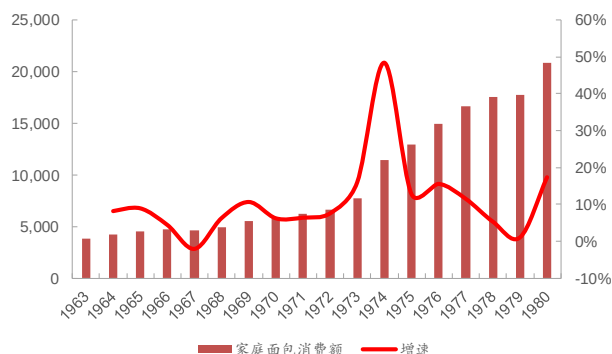
图表 25：日本面包行业发展历程



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

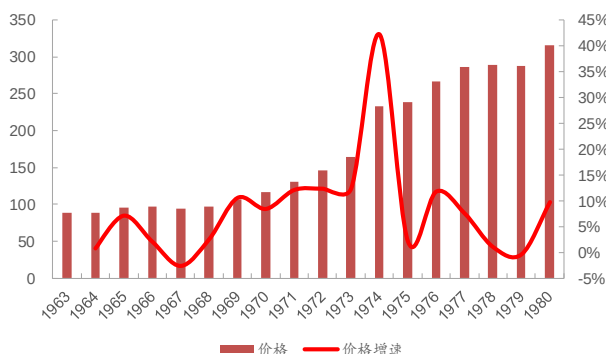
- 二战后日本进行战后重建，国内自身粮食供应不足，且美国援助小麦粉，日本学校就提供由小麦粉制作的学生面包棒，面包由此在日本成为仅次于米饭的主食选择。而 1964 年举行的东京奥运会又在短期内刺激了面包消费量的增长，并催化日本面包行业迈入新的一个阶段。我们认为这个阶段日本面包的增长驱动力主要来自于面包主食化的政策背景以及大型盛会的短期刺激。对于不成熟的新兴市场而言，驱动效果较为显著。
- 60-80 年代是日本面包行业发展最黄金的时期，1963 年日本单个家庭（2-3 个成员）面包消费额仅 3855 日元，而 1980 年单个家庭面包消费额达到 20789 日元，翻了超过 5 倍，年复合增长率为 10.42%。同时，面包价格也快速增长，根据日本总务省统计局的数据，1963 年日本白面包的价格仅为 87.9 日元/1 千克，1980 年价格增长至 316 日元/1 千克，增长幅度 259.5%。我们认为，日本面包行业这一阶段的快速稳定发展主要有三个原因：

图表 26：63-80 年日本家庭面包消费额翻 5 倍



来源：日本总务省统计局，中泰证券研究所

图表 27：63-80 年日本面包价格翻了超过 3 倍

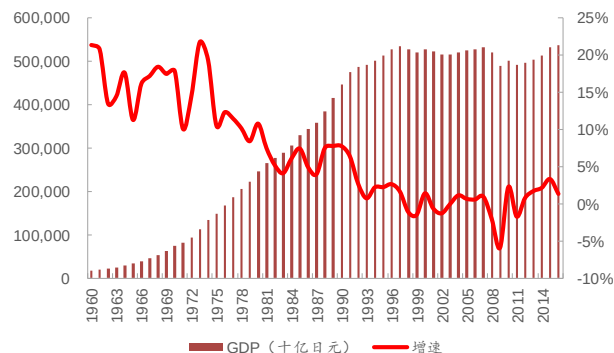


来源：日本总务省统计局，中泰证券研究所

1、60 年代开始，日本经济复苏。根据日本内阁府数据显示，1960-80 年，日本 GDP 增速基本保持在 10%-20%，1980 年国内生产总值达到 245.4 万亿日元，相比 1960 年的 16 万亿日元，翻了接近 15 倍。与此同时，日本国民可支配净收入也随着 GDP 的增长而快速

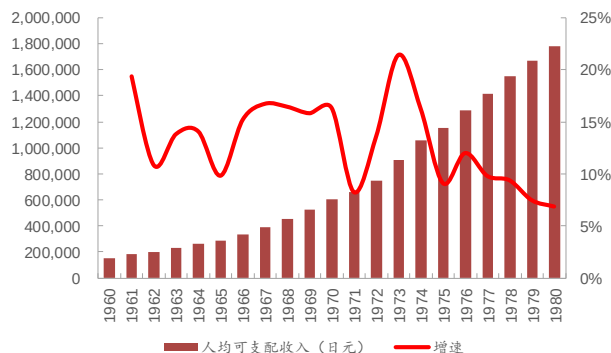
增长,根据联合国以及日本总务省公布的数据,1980年日本人均年可支配净收入达178万日元,而1960年人均年可支配净收入仅15万日元,60-80年的20年时间翻了超过10倍。日本经济的整体复苏保证了面包行业快速发展的基础。

图表 28: 60-80 年代日本 GDP 高速增长



来源: 日本内阁府, 中泰证券研究所

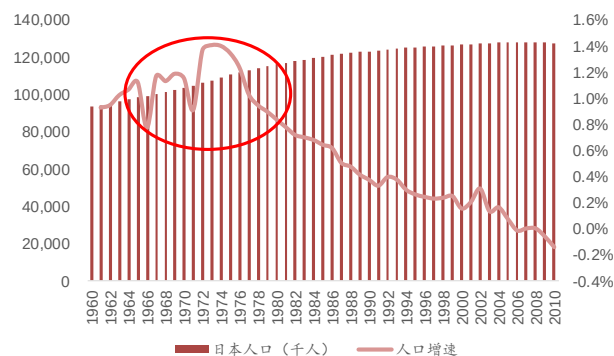
图表 29: 60-80 年代日本人均可支配收入高速增长



来源: 联合国, 日本总务省统计局, 中泰证券研究所

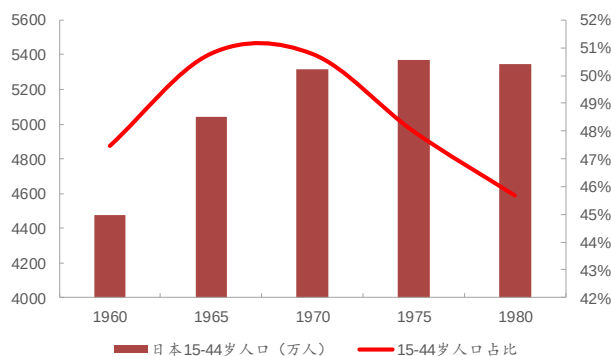
2、人口红利逐步释放。面包作为快消品,且是日本当时仅次于米饭的主食选择,人口增长也在一定程度上保证了面包的消费量。根据日本总务省统计局的数据,日本在 60-80 年代人口增速保持在 1.0%以上,相对于日本近现代其他时期的人口增速来看,处于相对高位。而 1960-1970 年之间,日本年轻人群的占比持续提升,从占比 47%不断提升至超过 50%的占比。年轻人群对西方食物的接受程度往往比老年人群更高,因此年轻人群数量占比的提高也在一定程度上促进了面包产品的普及度。

图表 30: 60-80 年日本人口增速相对其他时期较高



来源: 日本总务省统计局, 中泰证券研究所

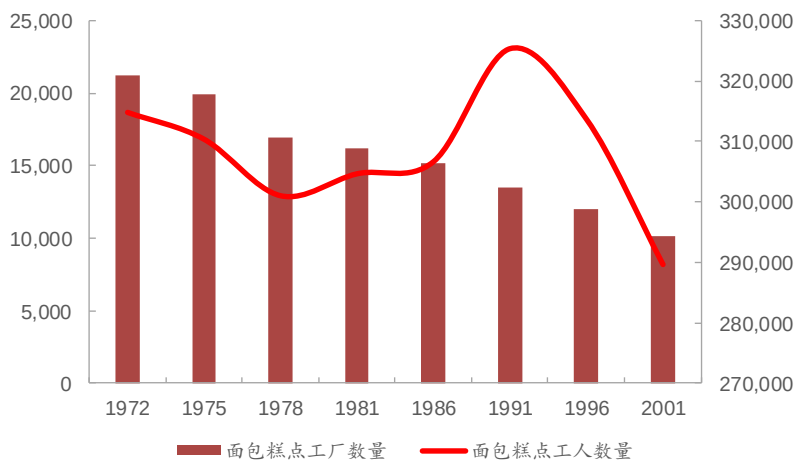
图表 31: 60-70 年代年轻人口占比持续提升



来源: 日本总务省统计局, 中泰证券研究所

3、行业集中度显著提升。根据日本总务省统计局公布的数据,1972 年全日本拥有 21175 家面包糕点企业,超过 31 万的面包糕点企业工人。但随着像山崎面包等优质面包企业不断进行全国性扩张,许多生产技术落后、经营不善的面包糕点企业逐渐被淘汰,面包行业的竞争格局得到整合,1981 年,仅 10 年时间,日本面包糕点企业仅剩 16152 家。行业集中度不断提高,从而促进行业竞争不断优化。

图表 32：1970 年后日本面包行业集中度不断提升

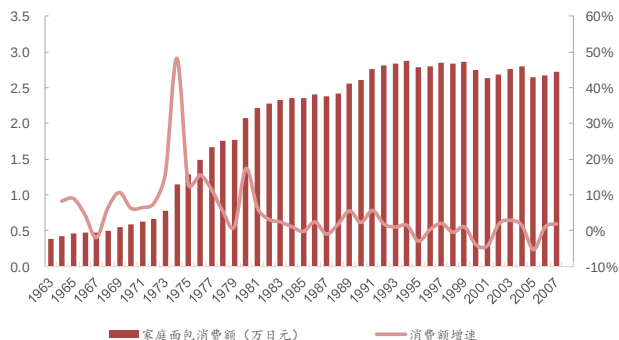


来源：日本总务省统计局，中泰证券研究所

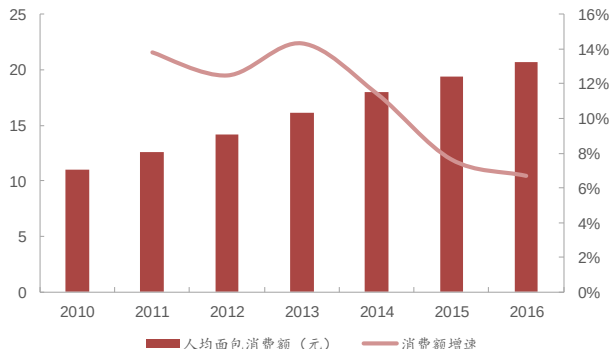
- 目前我国面包发展类似日本 60-80 年代水平。对比中日两国面包行业发展，我们认为我国面包行业发展目前情况类似日本 60-80 年代的面包发展情况，中国面包的黄金时代或许正逐步来临。原因有以下两点：

➢ 人均消费及增速情况类似。为了更真实地反应面包发展的情况，我们剔除了人口增长的因素，因此选择家庭面包消费额的指标进行考量，根据日本总务省统计局的数据，日本在 60 年代末期逐渐进入高速发展期，在 1974-1975 年更是惊人地达到了 48% 的增长率。整个 60-80 年代，日本家庭面包消费额的增速基本保持在 10%-20%。80 年代末期至今，日本面包基本处于稳定状态，家庭面包消费额增速维持在 0 左右，与人口自然增长保持一致。因此，我们认为，虽然日本面包发展历史有数百年，但真正的行业增长期可以浓缩在 30 年左右，我国面包目前仍处高速发展期，2010-2016 人均面包消费额 CAGR 达 11.01%，接近日本 60-80 年代的家庭消费额增速。从人均消费额角度来看，目前我国人均面包消费额在 18 美元左右，日本 70-80 年代，家庭面包消费额平均大约为 1.5 万日元，按照家庭成员 3 个人来测算，人均均为 5000 日元，按照日本当时的汇率，折合大约人均面包消费额为 13.9 美元，与我国目前的水平保持相近。

图表 33：日本 60-80 年代家庭消费额增速 10%-20%



图表 34：10-16 年我国人均面包消费额 CAGR11%

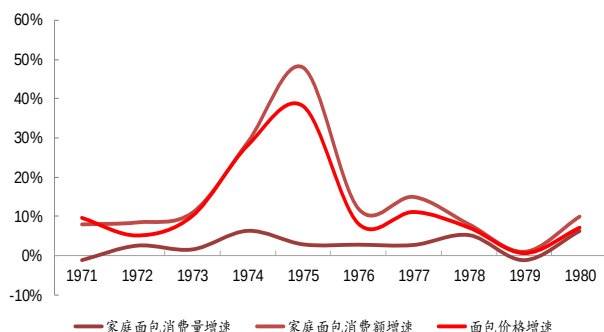


来源：日本总务省统计局，中泰证券研究所

来源：Euromonitor，Wind，中泰证券研究所

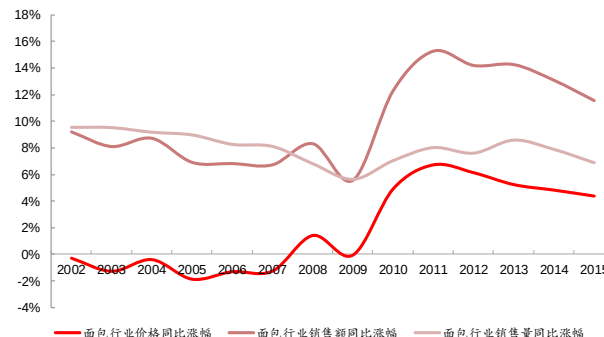
- **量价协同模式类似。**对比中日两国面包行业的发展，起初的增长点都在于消费量的增长，随后面包价格将随行业发展不断提高，成为规模增长的重要因素，面包行业的发展伴随量价齐升的模式。日本在 70 年代面包高速发展的时期，面包价格的增速要远高于面包消费量的增速，1974-1975 年面包价格的增速达到 38%，60-80 年代是日本由量升转变为量价齐升且价格提升占主导地位的阶段。对比我国，2009 年之前，面包的价格涨幅几乎为 0，面包行业的增长主要依靠消费量的增长，2009 年后，面包价格迅速提升，同样形成了量价齐升的态势。

图表 35：70 年代后日本面包行业量价齐升



来源：日本总务省统计局，中泰证券研究所

图表 36：09 年后我国面包行业量价齐升



来源：Wind，中泰证券研究所

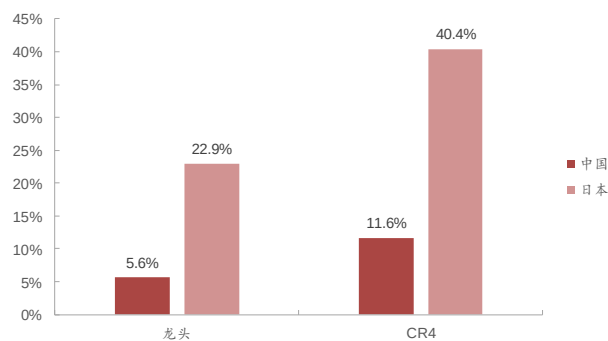
因此，我们认为我国面包行业的发展目前类似于日本 60-80 年代的黄金发展期。由于我国面积、人口等都要大于高于日本，面包的渠道下沉、普及程度理论上都会比日本慢一些，因此我国面包行业的发展离成熟期还有一段距离，我国面包的黄金时代或许才刚拉开序幕，未来有望保持 10%左右的增速继续增长。

未来趋势：短保+经营模式相互融合

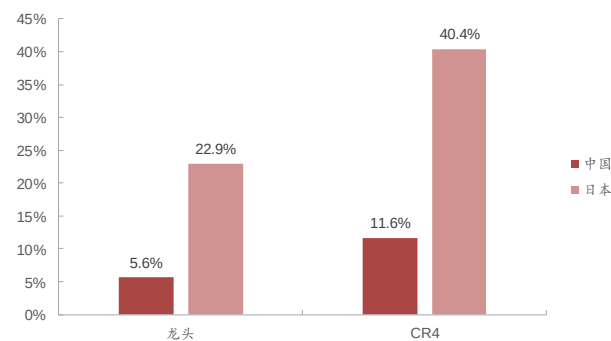
- **面包行业集中度低，集中度提升为必然趋势。**目前，我国面包行业尚无像日本山崎面包一样的绝对龙头企业，行业集中度与日本相比也相对较低。2016 年我国前四大面包企业市占率仅为 11.6%，与日本 40.4% 的 CR4 差距较大。而目前我国相对而言市占率最高的达利园面包销售额也仅占面包整体市场规模的 5.6%，而山崎面包的市占率已连续四年稳定在 22% 以上。面包行业集中度分散，我国面包企业仍大有可为。近年来，随着行业不断发展，我国行业集中度逐渐提升，相比 2011 年 10% 的 CR4，目前我国面包行业的集中度已有一定提升，参考日本面包行业发展过程，我们相信我国面包行业的集中度将随着达利园、桃李面包等企业的不断发展而继续提高。

图表 37：我国面包行业 CR4 仅为日本四分之一

图表 38：我国面包行业集中度逐渐提升

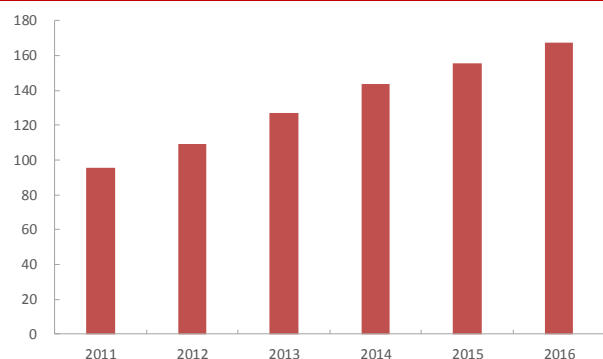


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

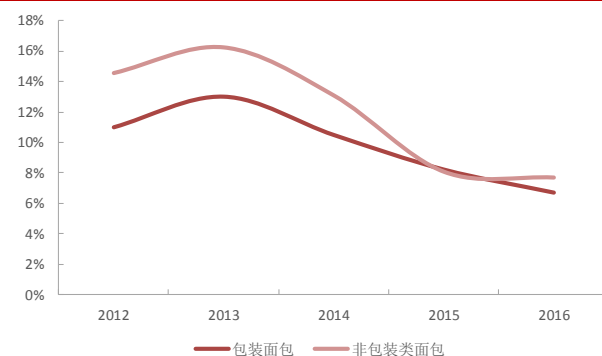


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

- **短保面包更符合未来消费需求。**消费者对于食品的总体消费需求是趋于健康化，口感的要求也更高。面包的需求也不例外。Euromonitor 数据显示，消费者对于新鲜面包的需求逐年提升，2011-2016 年年复合增长率为 11.9%。而近五年的整体增速也要高于保质期相比较长的包装类面包。由于生活节奏的加快，消费者原来对于面包的消费也越来越快速，整体消费周期的缩短以及对口感要求的提升促使面包往短保质期产品发展。

图表 39：新鲜面包消费额逐年提升


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

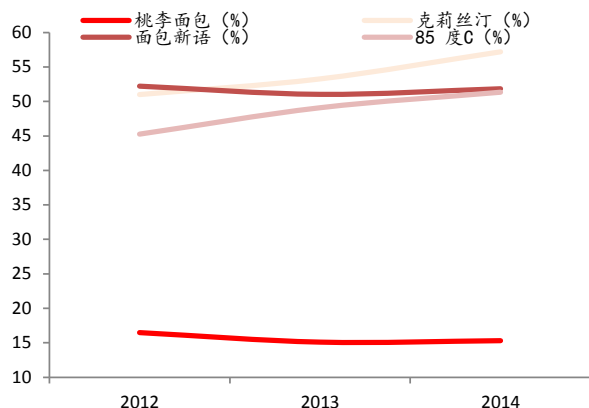
图表 40：新鲜面包销售额增速总体高于包装面包


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

- **两大经营模式未来有望深度融合。**中央工厂加工批发模式以及连锁店经营模式各有千秋。我们认为中央工厂批发模式其盈利能力高、规模效应显著的优点更适于当下我国面包企业还处于全国扩张期的发展阶段。相比于连锁经营店代表企业 85 度 c、面包新语以及克莉丝汀，中央工厂批发模式的桃李面包的费用率明显更低、净利率也明显较高。依靠商超、便利店、电商等多样化渠道深耕，中央工厂批发模式更易于下沉到二三线城市，实现全国化的扩张。连锁经营模式的瓶颈源于高额的管理费用以及租赁、人力成本，为满足其盈利需求，连锁经营店的产品价格普遍较高，因此主要面对一线城市消费者，因此对于品牌的宣传力度以及知名度又是一大考验。而未来，通过中央工厂批发模式实现全国化扩张，占据较高市场份额，挤压用行业内较弱的竞争者，企业知名度以及品牌力提升，行业集中度提升。随后在中心区域开设连锁经营店满足消费者对于高消费体验的需求。参考日本龙头企业山崎面包的发展过程，同样

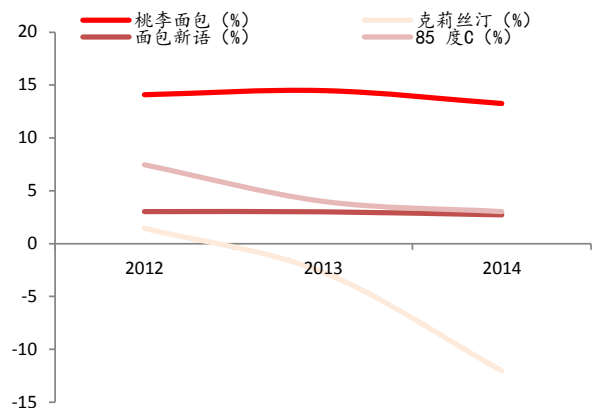
是经过了中央工厂布局全国，随后在海内外开设连锁经营门店的发展历程。因此，我们认为两大模式深度融合是未来行业龙头企业主导面包行业的保证。

图表 41：中央工厂批发模式的费用率较低



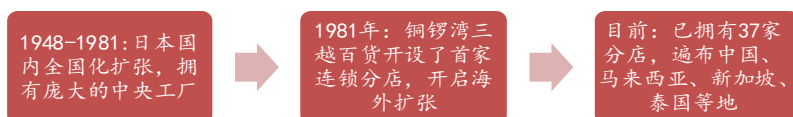
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 42：中央工厂批发模式的净利率较高



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 43：山崎面包主要扩张历程



来源：山崎面包官网，中泰证券研究所

桃李面包：中央工厂模式助力全国化扩张，未来有望执牛耳

- **核心逻辑：**桃李面包作为 A 股面包稀缺标的，其中央工厂批发模式保证了良好的盈利能力，近年来的收入增速维持在 25% 以上，净利润增速 30% 以上，且未来业绩持续增长可期。随着募投项目工厂的持续投产，公司全国化扩张将更进一步。对于便利店渠道的重点建设以及校园市场的关注体现了公司领先于行业的独特视角。
- **公司业绩亮眼，未来持续增长可期：**公司 2016 年营业收入 33.05 亿元，同比增长 28.95%；净利润 4.36 亿元，同比增长 25.53%。同时，自 2012 年来，公司营收增速稳定，基本都保持在 20% 以上，净利润增长也同样迅速，接近 30%。亮眼的业绩体现了公司对其面包产品的良好市场运营，

同时也体现了其盈利模式的优越性，未来持续增长可期。

- **中央工厂集中配送模式规模效应显著，公司净利率远高于其他公司：**相比连锁店模式，公司所采取的中央工厂集中配送模式经济规模效应更显著。连锁店模式下，每多销售一倍的产品的成本要远高于中央工厂模式下多生产一倍产品的成本。并且，连锁店模式的销售费用较高，随着人力成本以及租金费用的不断提高，连锁店模式每多开一家分店所带来的利润往往不能很好的覆盖其带来的成本压力。公司对比同行业内的其他竞争对手，在期间费用率以及净利率方面优势明显。
- **募投项目逐渐投放，产能效率有望进一步提升：**公司上市募集资金全部用于“沈阳面包系列产品生产基地建设项目”等四个产能基地的建设。投产完成后，公司的面包产能将从现有 12.48 万吨提高到 18.48 万吨，增长近 50%，同时公司的月饼产能也将由现有的 1300 吨增加到 4300 吨。2018-2019 年公司募投新建的工厂产能将逐步投放，有助于扩大生产规模，与市场增长的需求相匹配，保持并扩大市场份额，并通过扩大生产形成规模效应，有效降低成本，提高公司的利润水平，促进公司的快速发展，进一步巩固公司的行业地位。
- **公司注重便利店等小型超市渠道建设：**据我们通过公司电话会议了解到，目前桃李面包的销售主要渠道为便利店，而公司招股说明书上公布的公司销售组织层级模式中也体现出了公司对小型便利店渠道的重视。便利店渠道是面包市场下沉、行业增长的重要因素，公司在整体行业渠道转型前先发制人，率先抢占便利店渠道，为未来持续扩张下沉做了良好铺垫。
- **注重校园市场挖掘：**公司董事长出身教育事业，公司本身也对校园市场十分看重。公司在武汉、江苏一带高校密集地区的产能达到 3.5 万吨。我们认为校园消费人群是未来的主要消费群体，且校园内对外来文化、新鲜事物的接受程度较快，公司非常注重对未来主要消费群体的培养，目标人群切入点准确。
- **投资建议：**未评级。我们看好公司业绩维持持续高增长，中央工厂模式以及先于行业对渠道建设以及重点市场挖掘的重视是公司成长为国内面包行业龙头的潜力所在。

风险提示

- **食品安全风险：**面包作为食品，健康安全是首要风险因素。如出现类似三聚氰胺的负面事件，对于行业的整体发展是毁灭性的打击。
- **行业竞争加剧的风险：**烘焙行业竞争激烈，市场化程度高，中小烘焙企业众多。随着更多国外品牌进入国内市场以及国内众多品牌企业实力的逐步增强，可能对国内市场产生冲击。行业内存在出现不良竞争带来的风险，行业可能因恶性循环而停滞不前。
- **募投项目不达预期收益的风险：**推荐公司桃李面包已经对募集资金投资项目的经济效益进行了审慎测算，认为公司募投项目的收益良好、项目可行，但由于市场发展和宏观经济形势具有不确定性，如果募集资金不能及时到位、市场环境发生极其不利变化及行业竞争加剧，将会对项目的实施进度、投资回报和本公司的预期收益产生不利影响。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。