

产品、渠道齐发力，燕麦领导者步入产能释放期



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——西麦食品（002956）

核心观点

❖ 西麦为家族控股企业，主营燕麦产品，业绩稳健增长

西麦创建于 2001 年，实际控制人为谢庆奎家族，直接或间接持有上市公司股份比例为 56.37%。西麦业绩稳健增长，营业收入从 2014 年的 5.42 亿元增加到 2019 年的 9.73 亿元，期间 CAGR 为 12.41%；归母净利润从 2014 年的 0.60 亿元增加到 2019 年的 1.57 亿元，期间 CAGR 为 21.21%。

❖ 国内燕麦市场稳步扩容，头部品牌具备先发优势

燕麦具备高营养价值，保健功效明显，作为备受推崇的健康食物之一，食饮巨头纷纷推出燕麦类新品迎合新风潮。从行业层面来看，中国燕麦市场呈现量价齐升趋势，燕麦市场销售额从 13 年的 45.66 亿元增加到 18 年的 74.02 亿元，期间 CAGR 为 10.1%（量价拆分来看，燕麦销量从 13 年的 15.87 万吨增加到 18 年的 20.90 万吨，期间 CAGR 约为 5.7%；燕麦均价从 13 年的 28.78 元/千克增加到 18 年的 35.41 元/千克，期间 CAGR 约为 4.2%）。从公司层面来看，当前中国燕麦市场呈现寡头竞争格局，以桂格、西麦、雀巢等为代表的 CR3 为 42.3%，但对比日本 CR3 的 83.1%，未来行业集中度仍有较大提升空间。

❖ 未来三年步入产能释放期，切入休闲燕麦领域打开成长天花板

1) “西麦”品牌深耕燕麦市场近二十年，通过丰富产品矩阵、精准营销资源投放处于行业领先地位。2) 公司规模优势已处于行业领先地位，预计未来三年产能将快速释放，到 2022 年有望突破 8.6 万吨。3) 公司采用直营和经销相结合的营销模式，18 年线上/线下渠道收入占比分别为 6.63%/93.37%，未来将聚焦多元营销升级。4) 公司顺利切入休闲燕麦食品领域，以燕麦为核心的产品体系将得到进一步丰富，考虑到国内休闲食品市场规模从 2012 年的 3300 亿元增加到 2018 年的 5551 亿元，期间 CAGR 为 7.39%，未来有望打开成长天花板。

❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 11.28、13.23、15.62 亿元；归母净利润分别为 1.85、2.21、2.63 亿元；EPS 分别为 2.32、2.76、3.29 元/股，对应当前 PE 分别为 28.80、24.19、20.29 倍。考虑到产品、渠道齐发力，未来三年产能将步入释放期，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险；品牌、商标被侵权的风险；原材料价格上涨的风险；跨区域经营的风险。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	972.78	1127.82	1322.95	1562.07
+/-%	14.33%	15.94%	17.30%	18.08%
净利润(百万)	157.41	185.33	220.67	263.07
+/-%	15.02%	17.74%	19.07%	19.21%
EPS(元)	1.97	2.32	2.76	3.29
PE	33.91	28.80	24.19	20.29

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/05/25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2020/5/25

前收盘价 | 66.72 元

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

联系人

郭晓东

证书编号：S1100119080011

021-68595118

guoxiaodong@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、西麦食品：主营业务稳健增长，为家族控股企业	5
1.1 深耕燕麦市场，主营燕麦产品稳健增长	5
1.2 家族控股企业，经营目标立足长远发展	6
二、国内燕麦市场稳步扩容，头部品牌具备先发优势	8
2.1 燕麦具备高营养价值，迎合健康饮食新风潮	8
2.2 行业处于快速增长期，呈现量价齐升格局	8
2.3 行业呈现寡头竞争，集中度仍有提升空间	10
三、产品、渠道齐发力，切入休闲食品打开天花板	11
3.1 品牌辨识度高，涵盖全品类燕麦产品矩阵	11
3.2 销量为核心驱动力，规模化优势逐步凸显	14
3.3 经销+直营渠道模式，聚焦多元营销升级	17
3.4 切入休闲燕麦食品领域，打开成长天花板	20
四、盈利预测与估值	22
风险提示	25

图表目录

图 1:	西麦食品历史沿革	5
图 2:	2014-2019 年营业收入 CAGR 为 12.41%	5
图 3:	2014-2019 年归母净利润 CAGR 为 21.21%	5
图 4:	公司主营纯燕麦片、复合燕麦片	6
图 5:	公司主营纯燕麦片、复合燕麦片	6
图 6:	公司销售区域呈现全国化分布	6
图 7:	公司销售区域呈现全国化布局	6
图 8:	公司核心管理层为实际控制人	7
图 9:	三只松鼠推出 50%坚果水果燕麦爽	8
图 10:	星巴克推出燕麦奶新品	8
图 11:	全球主要地区燕麦市场规模	9
图 12:	中国燕麦市场处于快速增长期	9
图 13:	中国燕麦市场销售额及量价一览	9
图 14:	中国燕麦市场呈现量价齐升趋势	9
图 15:	中国燕麦市场竞争格局	10
图 16:	2013-2017 年中国燕麦市场 TOP3 市占率情况一览	10
图 17:	中国燕麦市场 CR3 为 42.3%	11
图 18:	对比日本, 燕麦市场 CR3 仍有提升空间	11
图 19:	西麦期间费用明细一览	12
图 20:	销售费用明细一览	12
图 21:	宣传推广费明细一览	12
图 22:	纯燕麦片量价情况一览	14
图 23:	纯燕麦片销量为增长核心驱动力	14
图 24:	复合燕麦片量价情况一览	14
图 25:	复合燕麦片销量为增长核心驱动力	14
图 26:	燕麦粒成本占比 40%左右	15
图 27:	主要原材料均价稳中有降	15
图 28:	燕麦粒单价敏感性分析	15
图 29:	燕麦进口价格指数(上年同月=100)	15
图 30:	TOP5 燕麦粒供应商采购金额一览	15
图 31:	TOP5 燕麦粒供应商采购金额占比	15
图 32:	纯燕麦片产能、产量及产能利用率情况	16
图 33:	复合燕麦片产能、产量及产能利用率情况	16
图 34:	纯燕麦片产销率超过 94%	16
图 35:	复合燕麦片产销率超过 96%	16
图 36:	公司主营业务收入按销售模式构成分析	17
图 37:	经销商数量稳步增加	17
图 38:	2018 年经销渠道占比一览	17
图 39:	2016-2018 年直营渠道 CR10 销售额一览	18
图 40:	2018 年直营渠道占比一览	18
图 41:	公司主营业务收入按销售模式构成分析	19
图 42:	休闲食品空间广阔, 市场规模持续扩容	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

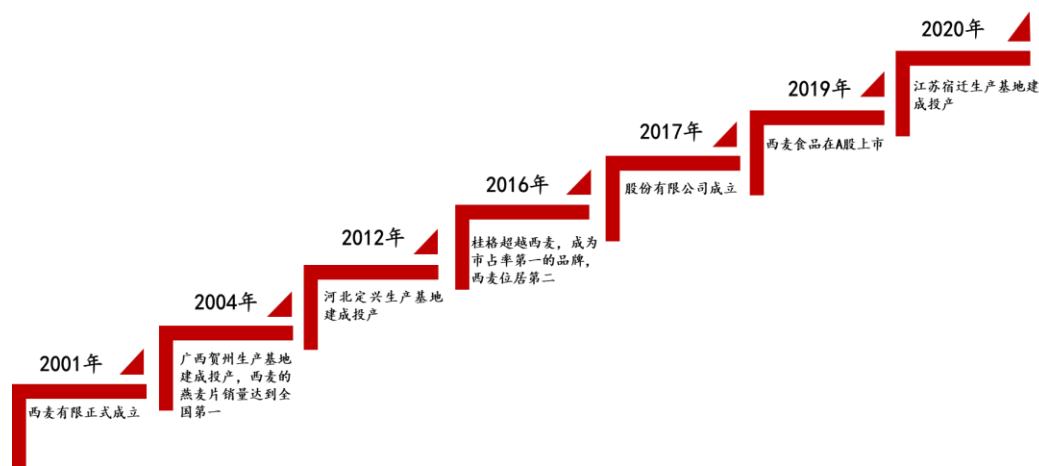
图 43:	休闲食品人均消费额仍有较大提升空间	20
图 44:	2019 年 10 月燕麦脆在线上、线下推广	21
图 45:	2020 年 3 月新推燕麦能量棒新品	21
表格 1.	核心管理层行业运营经验丰富	7
表格 2.	燕麦营养成分及保健功效概览	8
表格 3.	公司品牌荣誉一览	11
表格 4.	对比来看，西麦销售费用率处于行业较高水平	12
表格 5.	西麦品牌&西澳阳光子品牌	13
表格 6.	桂格、西麦、雀巢核心燕麦片产品一览	13
表格 7.	公司拥有严格的经销商管控政策	18
表格 8.	公司募集 2.11 亿元用于品牌建设及营销渠道升级	19
表格 9.	公司两大产业化项目一览	21
表格 10.	目前公司在研项目具体情况一览	21
表格 11.	公司主营业务量价拆分及预测	23
表格 12.	分产品盈利预测	23
表格 13.	可比公司估值表一览	24

一、西麦食品：主营业务稳健增长，为家族控股企业

1.1 深耕燕麦市场，主营燕麦产品稳健增长

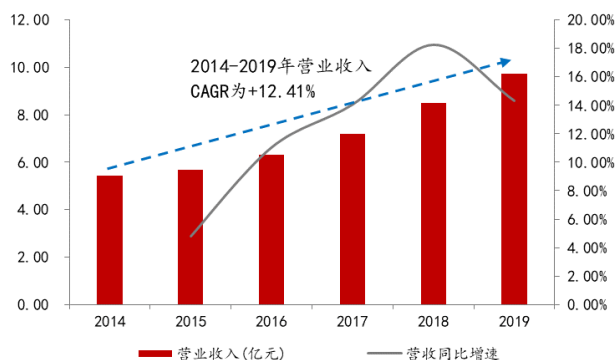
西麦创建于2001年，是一家以燕麦产品的研发、生产、经营为主导产业的健康食品公司。2004年广西贺州生产基地建成投产，西麦燕麦片销量成为全国第一，此外河北定兴生产基地于2012年建成投产。2017年西麦食品股份有限公司成立，并于2019年登陆A股。2020年5月江苏宿迁生产基地建成投产。近年来西麦业绩稳健增长，营业收入从2014年的5.42亿元增加到2019年的9.73亿元，期间CAGR为12.41%；归母净利润从2014年的0.60亿元增加到2019年的1.57亿元，期间CAGR为21.21%。

图 1：西麦食品历史沿革



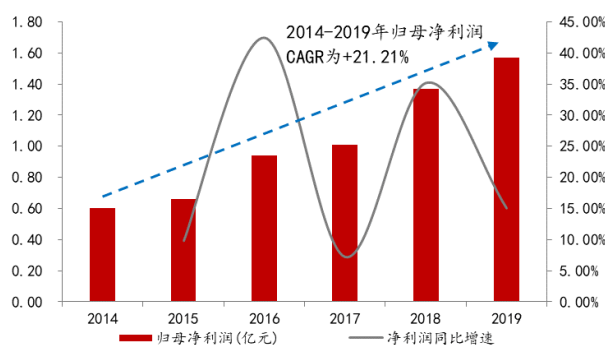
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 2：2014-2019 年营业收入 CAGR 为 12.41%



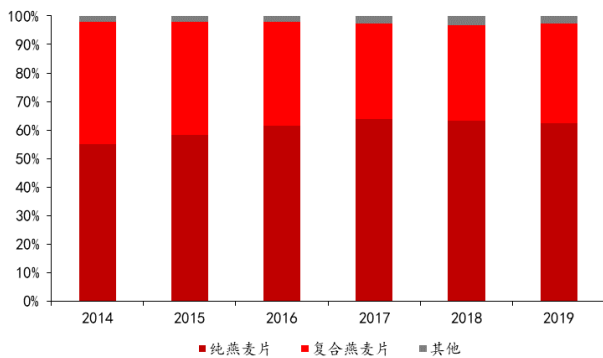
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：2014-2019 年归母净利润 CAGR 为 21.21%



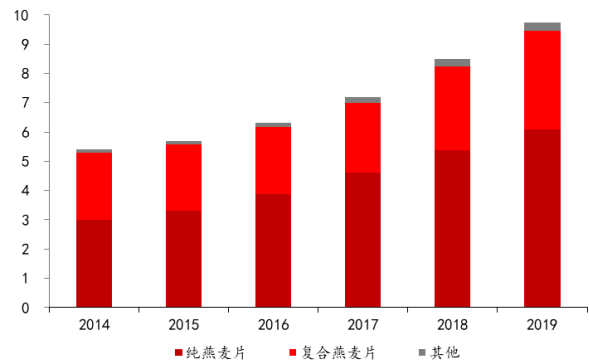
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：公司主营纯燕麦片、复合燕麦片



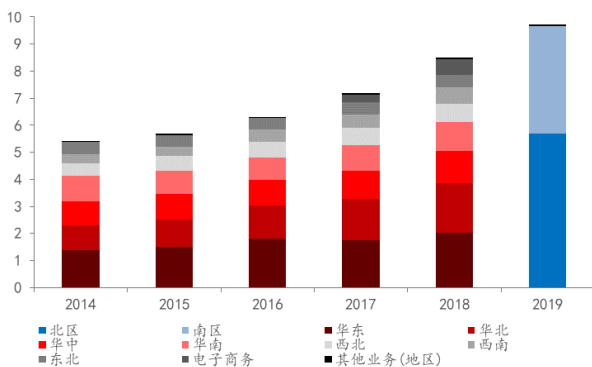
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：公司主营纯燕麦片、复合燕麦片



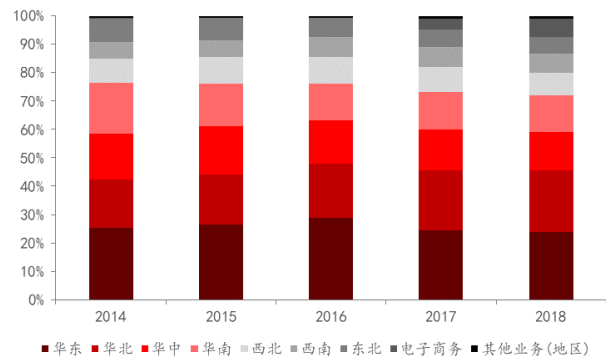
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：公司销售区域呈现全国化分布



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：公司销售区域呈现全国化布局



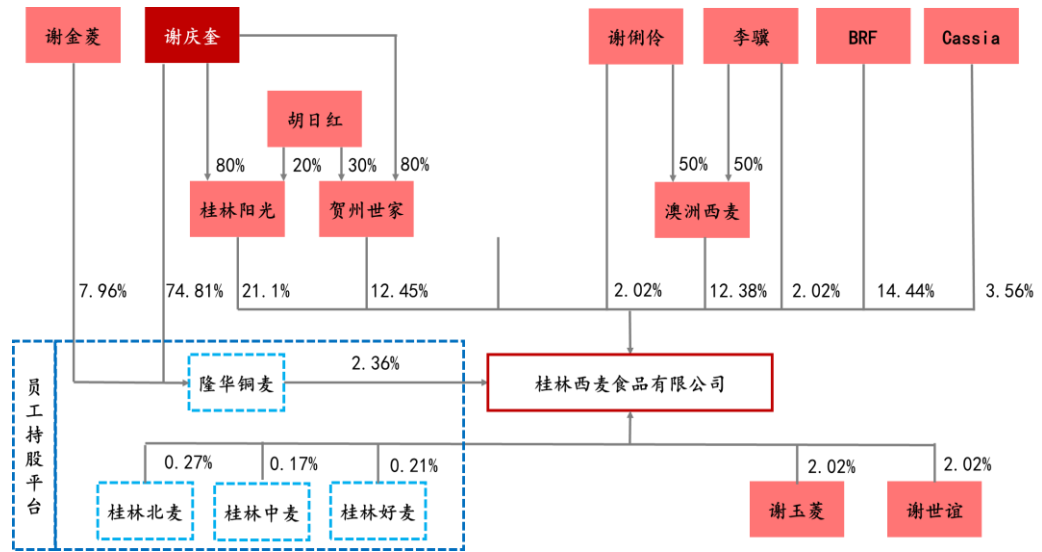
资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 家族控股企业，经营目标立足长远发展

公司核心管理层为实际控制人，深耕行业多年经验丰富。西麦实际控制人为谢庆奎、胡日红、谢俐伶、谢金菱及李骥，谢世谊和谢玉菱为实际控制人的一致行动人，实际控制人及其一致行动人直接或间接持有上市公司股份比例为56.37%。其中谢庆奎为中国燕麦“第一人”，长达20多年的燕麦食品创业之路使其具备丰富的运营管理经验，带领西麦品牌一步步发展壮大；女儿谢金菱为公司副总经理兼董事会秘书，也是早期便进入西麦工作。此外，公司上市前便前瞻性的推出员工持股计划，但隆化铜麦（剔除谢庆奎、谢金菱持股比例）、桂林北麦、桂林好麦、桂林中麦四家员工持股平台合计持股比例仅为1.05%，未来不排除继续要出台相应的员工激励措施。考虑到公司致力于生产高质量燕麦健康食品，管理层与股东经营目标高度一致，利于公司长远发展。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 8：公司核心管理层为实际控制人



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 1. 核心管理层行业运营经验丰富

姓名	职务	年龄	个人履历
谢庆奎	董事长、总经理	69	1995年至2001年，任桂林西麦保健品有限公司董事长兼总经理；2001年至2012年，任西麦有限董事长；2012年至2017年5月，任西麦有限董事长兼总经理；2017年5月起，任桂林西麦食品股份有限公司董事长兼总经理。
谢金菱	副总经理、董秘	43	硕士研究生学历。2004年加入西麦有限，历任法务审计部经理，采购部经理；2005年至2012年，任西麦有限董事长助理；2013年至2017年5月，任西麦有限副总经理；2017年5月至2017年8月，任桂林西麦食品股份有限公司董事，董事会秘书；2017年8月起，任桂林西麦食品股份有限公司董事，董事会秘书，副总经理。
廖丽丽	副总经理	47	1996年7月至2002年3月，任桂林市面粉厂工艺主管，中心化验室主任；2002年4月至2003年2月，任桂林市桂强面粉实业公司研发主管；2003年3月至2009年12月，任西麦有限品管部经理；2010年1月至2016年12月，任西麦有限品管总监；2017年1月至2017年5月，任西麦有限制造中心主管；2017年5月起，任桂林西麦食品股份有限公司副总经理。
孙红艳	副总经理	40	2003年至2005年，任西麦有限淄博办事处业务员；2005年至2010年，任西麦有限鲁中地区区域经理；2010年至2014年，任西麦有限鲁中省区经理；2014年至2015年，任西麦有限华北大区总监；2015年至2017年5月，任西麦有限销售总监；2017年5月起，任桂林西麦食品股份有限公司销售总监，副总经理。
张志雄	财务总监	45	中级会计师，大学本科学历。1999年8月至2004年3月，任桂林漓佳金属有限责任公司财务部职员；2004年3月至2008年1月，任桂林集琦药业股份有限公司、桂林集琦集团有限公司财务部副部长；2008年1月至2011年6月，任桂林市振达生物科技有限责任公司及振达房地产开发有限责任公司总经理助理兼财务经理；2011年7月至2013年10月，任西麦营销财务部经理；2013年11月至2017年5月，任西麦有限财务部经理；2017年5月起，任公司财务总监。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、国内燕麦市场稳步扩容，头部品牌具备先发优势

2.1 燕麦具备高营养价值，迎合健康饮食新风潮

燕麦是一种低糖、高蛋白质、高能量食品，营养价值非常高。营养成分方面，燕麦中蛋白质含量十分丰富，其中赖氨酸含量是小麦、稻米的 2 倍以上，色氨酸含量是小麦、稻米的 1.7 倍以上；燕麦中必需脂肪酸的含量也非常丰富，其中亚油酸占脂肪酸的 1/3 以上；此外，燕麦中维生素和矿物质也很丰富，特别是维生素 B，居谷类粮食之首。保健功效方面，燕麦具有降低胆固醇、降血脂，调节血糖，改善消化功能，控制体重等保健功效。作为备受推崇的健康食物之一，餐饮巨头纷纷推出燕麦类新品，比如三只松鼠推出的 50% 坚果水果燕麦爽、星巴克推出的燕麦奶均取得较高的市场认可度。

表格 2. 燕麦营养成分及保健功效概览

类别	具体营养成分及保健功效
燕麦营养成分	脂肪 90%以上燕麦脂肪含量在5-9%，相当于大米、白面的4-5倍，居所有谷物类之首。燕麦脂肪80%为不饱和脂肪酸，主要是单不饱和脂肪酸、亚油酸和亚麻酸，其中亚油酸占脂肪含量的38.1%-52.0%。亚油酸是人体最重要的必需脂肪酸，在人体内具有重要的生理功能，可降低胆固醇在心血管中的积累。
	蛋白质与氨基酸 燕麦中蛋白质含量十分丰富（15.6%），是大米、小麦粉的1.6-2.3倍，在禾谷类粮食中居首位。燕麦蛋白营养价值很高，其中燕麦中赖氨酸含量是小麦、稻米的2倍以上，色氨酸含量是小麦、稻米的1.7倍以上。
	维生素和矿物质 燕麦含有丰富的维生素包括维生素B1、维生素B2，较多的维生素E及尼克酸、叶酸等。其中维生素B1、B2较大米之含量高，维生素E的含量也高于面粉和大米。燕麦的矿物质含量也很丰富，包括钙、铁、磷、镁、锌、铜、硒等。特别是钙的含量明显高于小麦粉、稻米、小米、荞麦面等。
	膳食纤维 燕麦兼具可溶性和不溶性两种膳食纤维，因而又被誉为天然膳食纤维家族中的“贵族”。燕麦总膳食纤维含量为17-21%，其中可溶性膳食纤维（主要成分是β-葡聚糖）约占总膳食纤维的1/3，明显高于其他谷物。
保健功效	降低胆固醇、降血脂 临床试验结果表明，燕麦具有明显的降低血清总胆固醇、低密度胆固醇、甘油三酯及β-脂蛋白的作用，并具有一定的升高血清高密度胆固醇的作用，降血脂效果非常明显。主要原因是燕麦中含有多种能降低胆固醇的物质，如单不饱和脂肪酸、可溶性膳食纤维等。燕麦可溶性膳食纤维中的β-葡聚糖在小肠中消化时可形成胶状，从而包围了富含胆固醇的胆酸，防止了胆固醇吸收而进入血液。同时，燕麦中含有较多的亚油酸，能与胆固醇结合成酯，进而降解为胆酸而排泄，尤其是大量的亚油酸可软化毛细血管，具有预防血管硬化的功能。
	调节血糖 燕麦与其他主要谷物（如小麦、玉米、大米）相比，能够抑制饭后血糖浓度上升，调整胰岛素。燕麦中的碳水化合物是缓慢地水解为葡萄糖，不会导致血糖浓度的迅速上升。同时，燕麦中的膳食纤维能延缓糖类物质的吸收，改善神经末梢对胰岛素的感受性，使胰岛素分泌下降，对糖尿病病人比较有利。
	改善消化功能 膳食纤维具有持水、持油、强吸水膨胀及强吸附能力，因此，可以改善消化功能，促进胃肠蠕动，润肠通便。燕麦纤维可缩短大便在大肠内的滞留时间，避免肠道吸收残余毒素，从而减少由于毒废物积累而造成肠道病及肠癌的机会。
	控制体重 燕麦纤维能吸收相当自身重量几倍的水，在肠胃中吸水膨胀并形成高粘度的溶胶或凝胶，延缓胃肠的排空时间，易于产生饱腹感。同时，燕麦能提供持续长久的能量，使胃饱的感觉持续较长时间，从而减少用餐的次数及数量，使人不易发胖。
	其他功效 燕麦中所含的丰富的维生素、矿物质及氨基酸等，对于增进机体健康，促进发育，参与新陈代谢，抵御疾病等，都具有极其重要的作用。

资料来源：百度百科，川财证券研究所

图 9：三只松鼠推出 50%坚果水果燕麦爽



资料来源：三只松鼠旗舰店，川财证券研究所

图 10：星巴克推出燕麦奶新品



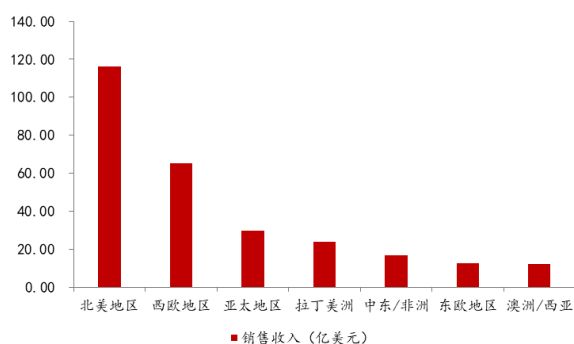
资料来源：星巴克旗舰店，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2 行业处于快速增长期，呈现量价齐升格局

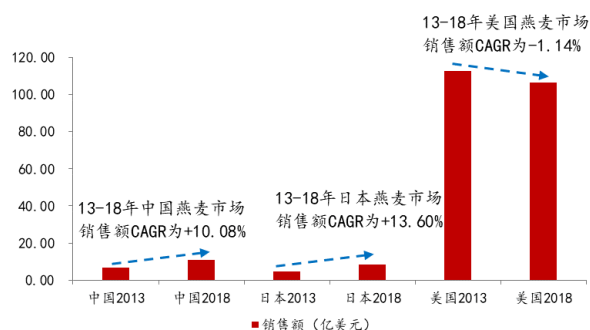
北美、西欧、亚太地区燕麦市场销售规模位列全球前三，亚太地区处于快速增长期。燕麦食品起源于 19 世纪的美国，欧睿数据显示，2017 年北美、西欧、亚太地区燕麦市场终端销售额分别为 116.13 亿美元、65.20 亿美元、29.79 亿美元。美国作为燕麦消费的成熟区域，虽然 13-18 年销售额 CAGR 为 -1.14%，18 年销售额仍达到 106.31 亿美元；而亚太地区核心市场中国、日本仍处于快速增长期，其中日本 18 年销售额为 8.44 亿美元，13-18 年销售额 CAGR 为 13.60%，中国 18 年销售额为 10.83 亿美元，13-18 年销售额 CAGR 为 10.08%。

图 11：全球主要地区燕麦市场规模



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

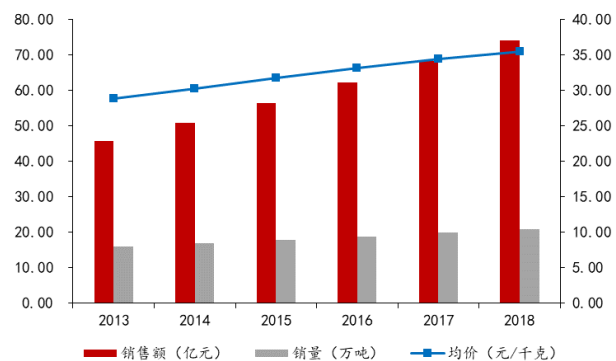
图 12：中国燕麦市场处于快速增长期



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

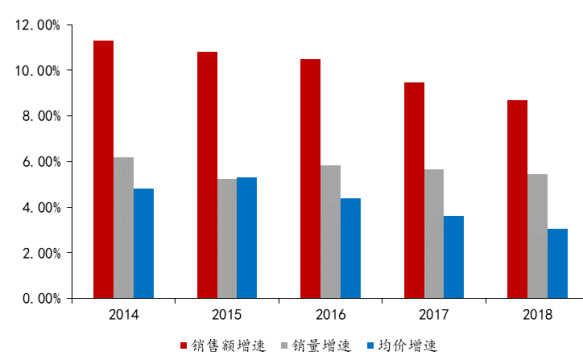
中国燕麦市场处于快速增长期，呈现量价齐升趋势。具体来看，中国燕麦市场销售额从 13 年的 45.66 亿元增加到 18 年的 74.02 亿元，期间 CAGR 为 10.1%。量价拆分来看，中国燕麦市场销量从 13 年的 15.87 万吨增加到 18 年的 20.90 万吨，期间 CAGR 约为 5.7%；中国燕麦市场均价从 13 年的 28.78 元/千克增加到 18 年的 35.41 元/千克，期间 CAGR 约为 4.2%。

图 13：中国燕麦市场销售额及量价一览



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 14：中国燕麦市场呈现量价齐升趋势

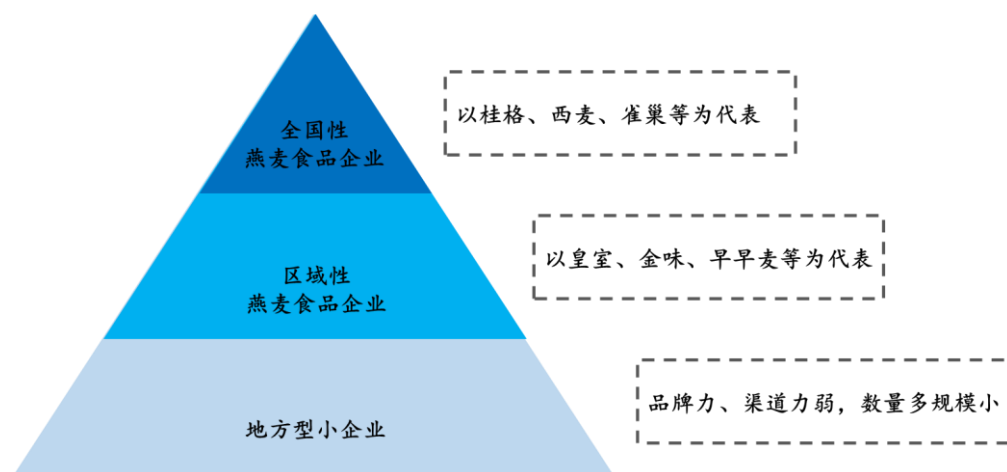


资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

2.3 行业呈现寡头竞争，集中度仍有提升空间

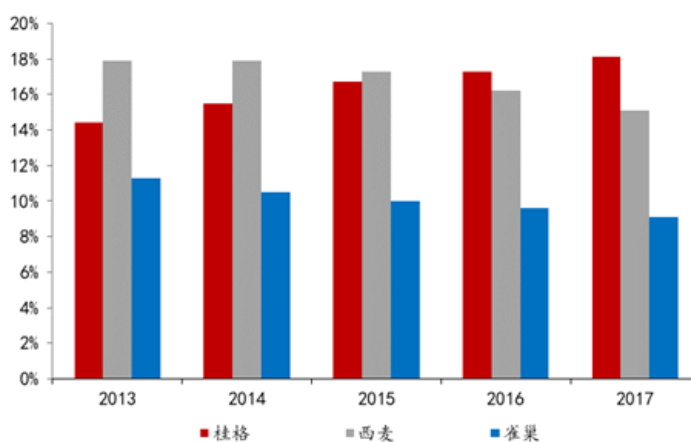
中国燕麦市场 CR3 为 42.3%，但对比日本 CR3 的 83.1%，未来集中度仍有较大提升空间。当前中国燕麦市场呈现寡头竞争格局，第一梯队为全国燕麦食品企业，以桂格、西麦、雀巢等为代表，品牌知名度高、产品品类丰富、质量管控严格、营销渠道广泛、市场竞争力强，为行业领导者；第二梯队为区域性燕麦食品企业，以皇室、金味、早早麦等为代表，在部分区域内表现相对突出，拥有较强市场竞争力；第三梯队为地方型小企业，规模小数量多，品牌力及渠道力相对较弱。据欧睿数据显示，中国燕麦行业 CR3 为 42.3%，但对比日本燕麦市场 CR3 约 80% 的水平，未来行业集中度仍有较大提升空间。

图 15：中国燕麦市场竞争格局



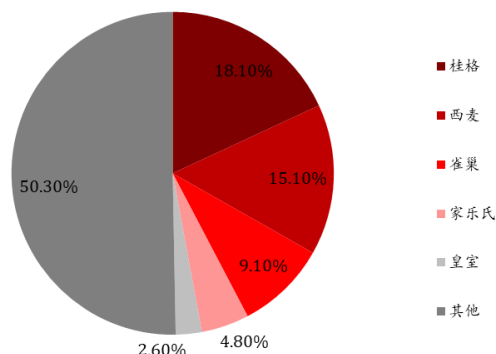
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 16：2013-2017 年中国燕麦市场 Top3 市占率情况一览



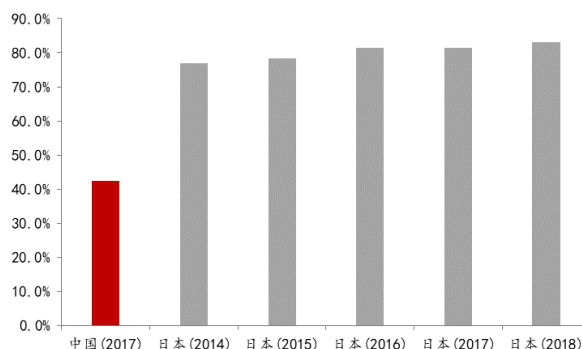
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 17：中国燕麦市场 CR3 为 42.3%



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 18：对比日本，燕麦市场 CR3 仍有提升空间



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

三、产品、渠道齐发力，切入休闲食品打开天花板

3.1 品牌辨识度高，涵盖全品类燕麦产品矩阵

公司深耕燕麦市场近二十年，旗下拥有以热食冲调燕麦产品为主的“西麦”品牌和以冷食休闲燕麦产品为主的“西澳阳光”子品牌。自成立之初，西麦以中老年消费群体为切入点，推出西麦中老年、西麦阳光早餐等产品。公司长期致力于以绿色、健康为内涵的“西麦”品牌战略，通过将澳大利亚的优质燕麦引进中国，为广大消费者提供高品质燕麦产品，成为深受消费者认可的全国性品牌。此外，随着公司不断发展壮大，开发出定位年轻人群的“西澳阳光”子品牌，通过切入赛道更长的休闲食品领域来打开新的成长空间。公司已获得“广西著名商标”、“广西名牌产品”、“全国营养科学先进营养促进贡献奖”等荣誉。同时在 2019 年食品产业成长之星评选中，西麦被评为年度投资价值品牌，旗下“西澳阳光”品牌新品燕麦脆荣获年度潜力新品。

表格 3. 公司品牌荣誉一览

序列	荣誉、奖项名称	授予单位
1	广西著名商标	广西壮族自治区工商行政管理局
2	广西名牌产品	广西壮族自治区质量技术监督局
3	全国营养科学先进营养促进贡献奖	中国营养学会
4	中国食品产业成长之星·年度品牌	

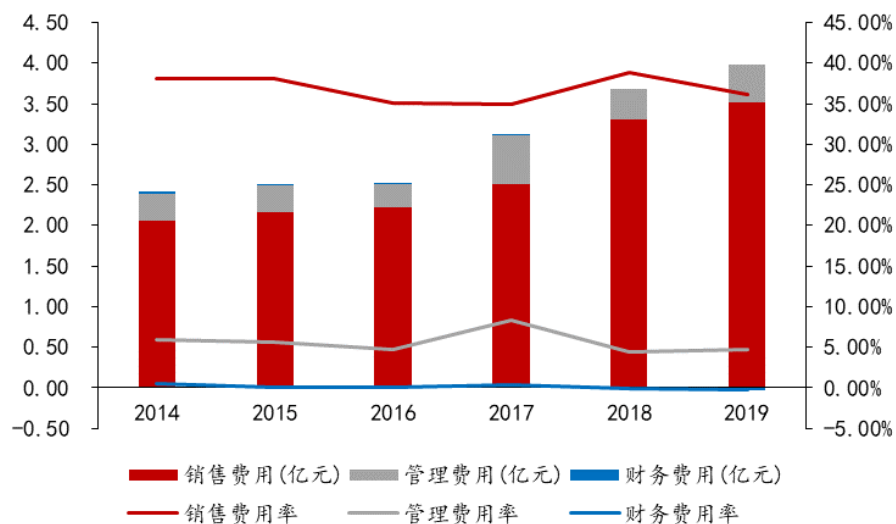
资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

销售费用高投入，通过精准投放营销资源来提升品牌影响力。公司 14-19 年平均销售费用率约为 36.89%，其中 19 年销售费用率为 36.19%。持续较高的费用投放主因：1) 公司重视品牌建设，为保持稳定的行业地位及品牌影响力，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

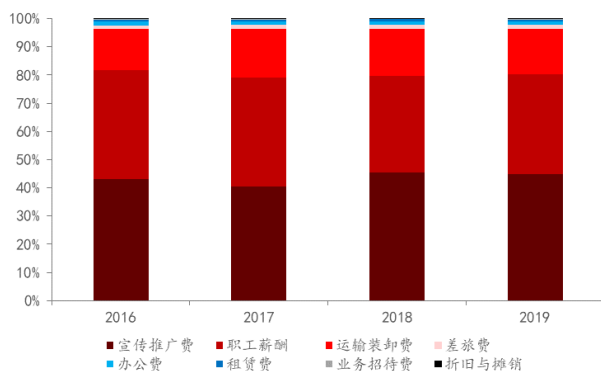
在广告及市场推广方面需要保持较高的投入力度;2)公司一贯注重对经销商、直营客户及终端渠道的管理,在全国主要销售城市派驻业务人员与客户对接,并在各主要销售网点派驻导购人员来负责产品的推广和销售。

图 19: 西麦期间费用明细一览



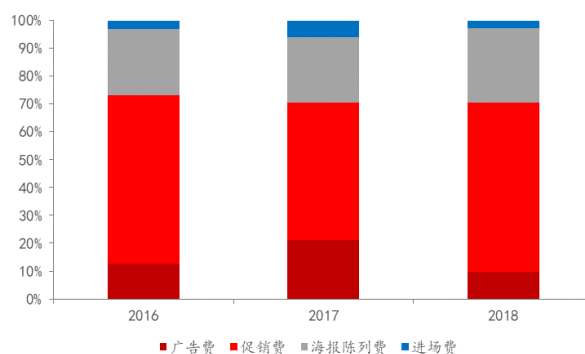
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20: 销售费用明细一览



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 宣传推广费明细一览



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 4. 对比来看, 西麦销售费用率处于行业较高水平

公司简称	2016	2017	2018	2019
洽洽食品	12.83%	13.57%	13.58%	13.77%
三只松鼠	20.75%	19.36%	20.86%	22.59%
来伊份	30.37%	30.42%	32.89%	32.63%
西麦食品	35.12%	34.89%	38.89%	36.19%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司燕麦片产品实现全品类覆盖，处于市场领先地位。从产品类别来看，主要分为纯燕系列燕麦片、复合系列燕麦片，其中纯燕系列燕麦片主要包括绿色燕麦片系列和有机燕麦片系列；复合系列燕麦片主要包括西澳阳光牛奶燕麦片系列、平衡滋养燕麦片系列、中老年营养燕麦片系列等。从产品品类来看，桂格、西麦基本实现对燕麦片产品全覆盖，产品创新能力领先其他竞争对手。

表格 5. 西麦品牌&西澳阳光子品牌

产品系列	产品名称	零售价及产品规格	产品展示	产品简介
纯燕系列燕麦片	绿色燕麦片系列	21.90元/袋（1.48kg）		绿色燕麦片系列产品使用源自澳洲优质燕麦产区的优质燕麦，不添加其他原料，更好的保持燕麦片的营养成分。绿色燕麦片系列产品通过了中国绿色食品中心的《绿色食品》认证。
	有机燕麦片系列	19.90元/袋（770g）		有机燕麦片系列产品使用的原料源自有机燕麦种植基地生产的燕麦，不添加其他原料，该系列产品富含膳食纤维。有机燕麦片系列产品通过了中国质量认证中心的《有机产品认证》。
复合系列燕麦片	西澳阳光牛奶燕麦片系列	29.90元/560g（28g*20小袋）		西澳阳光牛奶燕麦片系列产品采用源自澳洲的优质燕麦，添加奶粉等其他营养食材。该系列产品的特点是在燕麦加牛奶的经典搭配，结合红枣、核桃、红豆等食材，调制出营养美味的燕麦片。西澳阳光牛奶燕麦片系列根据添加食材的不同，可分为红枣牛奶燕麦片、核桃牛奶燕麦片、原味牛奶燕麦片等。
	平衡滋养燕麦片系列	29.90元/500g（25g*20小袋）		平衡滋养燕麦片系列产品使用源自澳洲的优质燕麦，添加营养食材加工生产而成。该系列产品的特点是在燕麦的基础上，科学搭配枸杞、红枣、核桃等营养食材并强化钙、铁、锌等人体所需矿物质。平衡滋养燕麦片系列根据矿物质和营养食材的不同搭配方案，可分为枸杞高钙营养燕麦片、红枣高铁营养燕麦片、核桃高钙营养燕麦片、特浓牛奶营养燕麦片等。
	中老年营养燕麦片系列	37.90元/袋（700g）		中老年营养燕麦片系列产品使用源自澳洲的优质燕麦添加营养食材加工生产而成。该系列产品的特点是在燕麦的基础上，选取并添加南瓜、苦荞等食材，且不添加蔗糖。中老年营养燕麦片系列产品根据营养食材的不同，可分为中老年脑维营养燕麦片、中老年血维营养燕麦片、中老年营养燕麦片等。

资料来源：公司公告，京东旗舰店，川财证券研究所

表格 6. 桂格、西麦、雀巢核心燕麦片产品一览

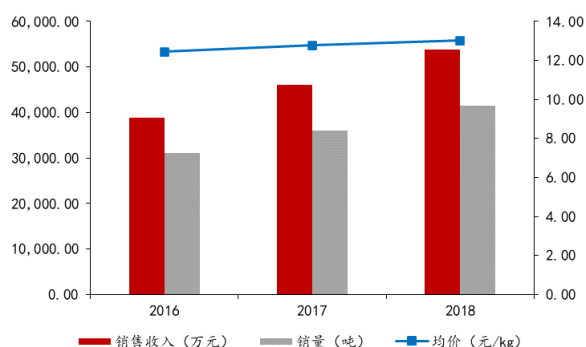
桂格		西麦		雀巢	
产品	规格	产品	规格	产品	规格
即食燕麦片	23.9元/1478g	纯燕麦	21.9元/1480g	燕麦原味麦片	29.9元/500g
即食有机燕麦片	28.5元/420g	有机燕麦片	19.9元/770g	燕麦紫薯香芋麦片	27.3元/350g
奇亚籽混合燕麦片	19.9元/420g	奇亚籽混合谷物燕麦片	19.9元/450g		
醇香燕麦片-红枣高钙	27.9元/540g	红枣高铁营养燕麦片	37.9元/700g		
藜麦-小麦胚芽混合麦片	19.9元/400g	学生成长营养燕麦片	38.9元/700g		
滋养燕麦片-枸杞高铁	25.9元/480g	中老年营养燕麦片	36.9元/700g		
醇香燕麦片-牛奶高钙	27.9元/540g	西澳阳光 原味牛奶燕麦片	29.9元/560g	牛奶燕麦片 高铁配方	26.9元/400g
桂格麦果脆 热带水果麦片	25.9元/420g	西澳阳光 烘焙水果燕麦片	29.9元/500g	缤纷水果燕麦片 蓝莓口味	28.8元/240g
桂格麦果脆 多种莓果麦片	29.9元/420g	西澳阳光 烘焙红枣燕麦片	29.9元/500g	缤纷水果燕麦片 森林莓果口味	28.8元/240g
桂格麦果脆 蓝莓坚果麦片	29.9元/420g	西澳阳光 50%水果坚果燕麦脆	54.9元/350g		
桂格麦果脆 抹茶红豆麦片	39.9元/380g	西澳阳光 酸奶块果粒燕麦脆	54.9元/350g		

资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

3.2 销量为核心驱动力，规模化优势逐步凸显

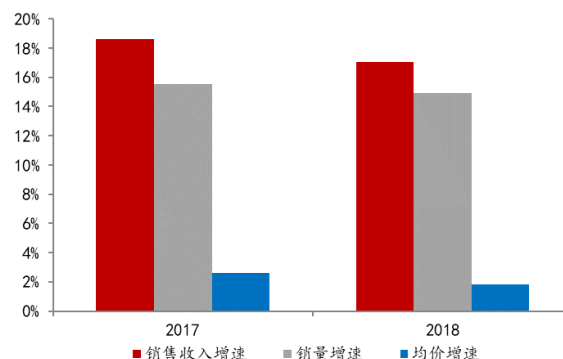
公司产品量价齐升，其中销量为业绩增长核心驱动力。分产品来看，纯燕麦片销售收入从 16 年的 3.88 亿元增加到 18 年的 5.38 亿元（销量从 3.12 万吨增加到 4.14 万吨，均价从 12.45 元/kg 增加到 13.01 元/kg），其中 17 年销售收入增速为+18.60%（销量+15.57%，均价+2.63%），18 年销售收入增速为+17.03%（销量+14.93%，均价+1.83%）；复合燕麦片销售收入从 16 年的 2.29 亿元增加到 18 年的 2.85 亿元（销量从 0.92 万吨增加到 1.07 万吨，均价从 24.92 元/kg 增加到 26.56 元/kg），其中 17 年销售收入增速为+4.60%（销量+2.70%，均价+1.85%），18 年销售收入增速为+19.21%（销量+13.91%，均价+4.66%）。

图 22：纯燕麦片量价情况一览



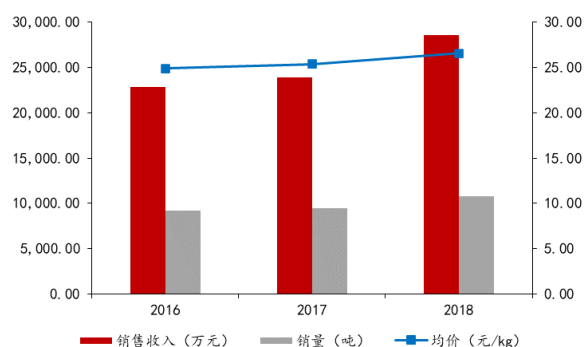
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23：纯燕麦片销量为增长核心驱动力



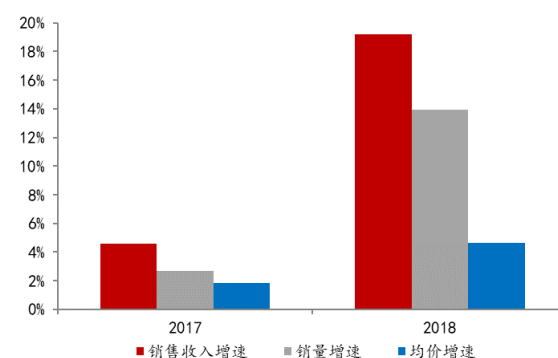
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24：复合燕麦片量价情况一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：复合燕麦片销量为增长核心驱动力

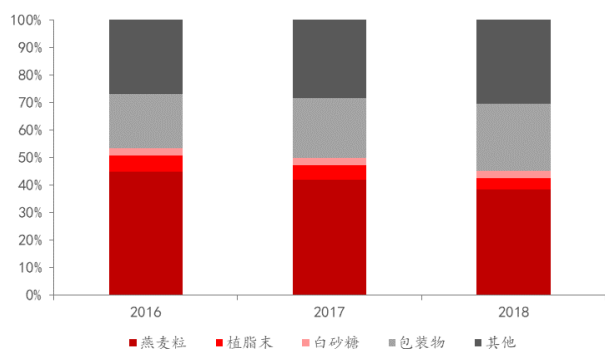


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司业务规模已处于行业领先地位，规模优势下赋予公司在采购环节中较强的议价能力，规模化效应带来的综合成本优势使得主要原材料成本在 16-18 年呈现稳中有降。从成本构成来看，原材料（燕麦粒、植脂末、白砂糖）、包装物合

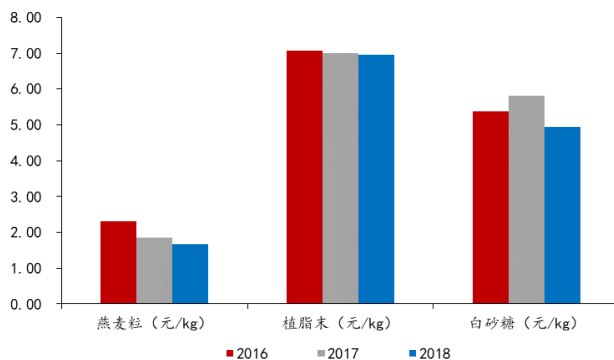
计占比约 70%，其中燕麦粒占营业成本比重约 40%，而公司燕麦粒 90% 采购自澳洲，16-18 年采购成本分别为 2.32 元/kg、1.85 元/kg、1.66 元/kg，规模优势下成本掌控能力强。

图 26：燕麦粒成本占比 40% 左右



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 27：主要原材料均价稳中有降



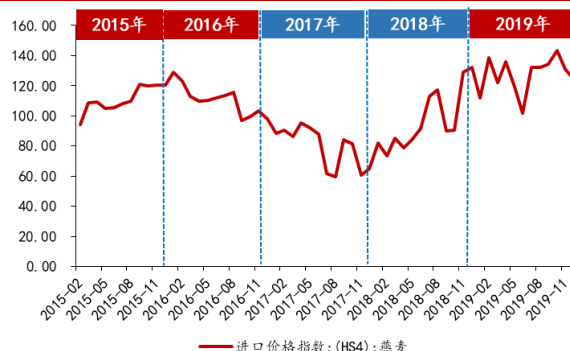
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 28：燕麦粒单价敏感性分析

项目	2016	2017	2018
燕麦粒平均单价变动率	-1%	-1%	-1%
营业毛利变动额(万元)	119.73	120.81	127.75
营业毛利变动比	0.33%	0.28%	0.24%
利润总额变动比	1.06%	1.07%	0.82%

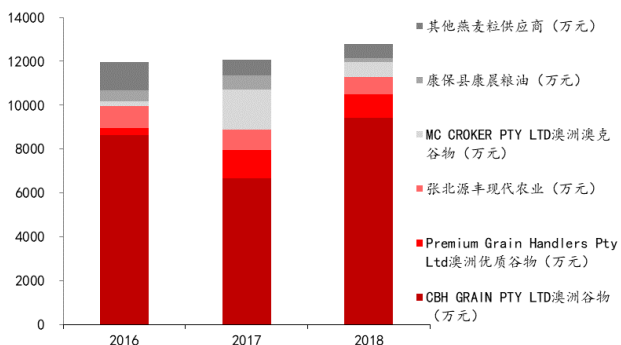
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 29：燕麦进口价格指数（上年同月=100）



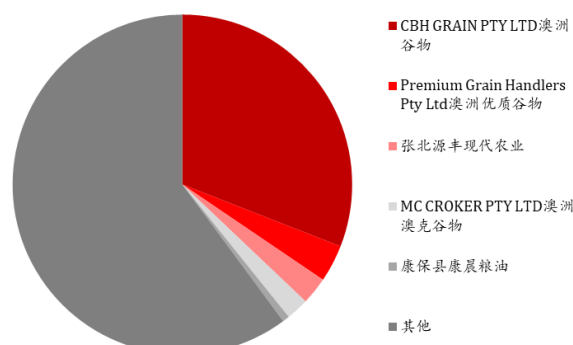
资料来源：海关总署，川财证券研究所

图 30：Top5 燕麦粒供应商采购金额一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

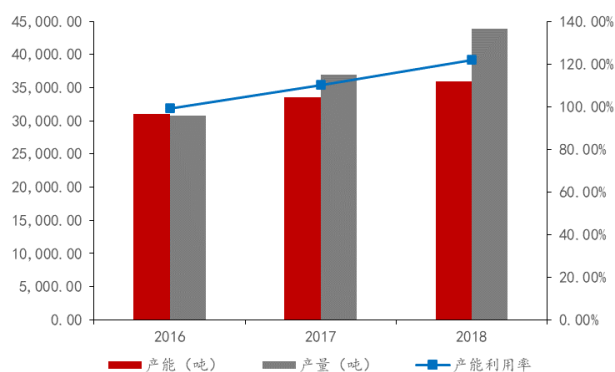
图 31：Top5 燕麦粒供应商采购金额占比



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

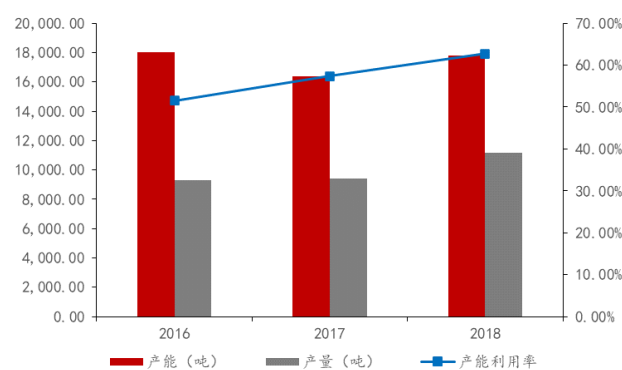
从产能角度来看，纯燕麦片已处于超负荷运作，2018 年产能为 3.6 万吨，产量为 4.4 万吨，产能利用率 121.97%；复合燕麦片产能利用率从 2016 年的 51.52%稳步提升至 2018 年的 62.75%，2018 年产能为 1.78 万吨，产量为 1.12 万吨。考虑到已竣工投产的江苏宿迁生产基地将形成年产 1.2 万吨纯燕麦片产能、0.2 万吨休闲燕麦食品的生产能力，而河北定兴燕麦食品产业化项目未来 2-3 年有望形成年产 1.6 万吨燕麦片及主食燕麦食品、2080 万袋休闲燕麦食品、7200 万瓶燕麦饮料的生产能力，预计 2020-2022 年将是产能快速释放的三年，到 2022 年纯燕麦片、复合燕麦片合计产能有望达到 8.6 万吨，较 2018 年的 5.38 万吨提升约 60%。

图 32：纯燕麦片产能、产量及产能利用率情况



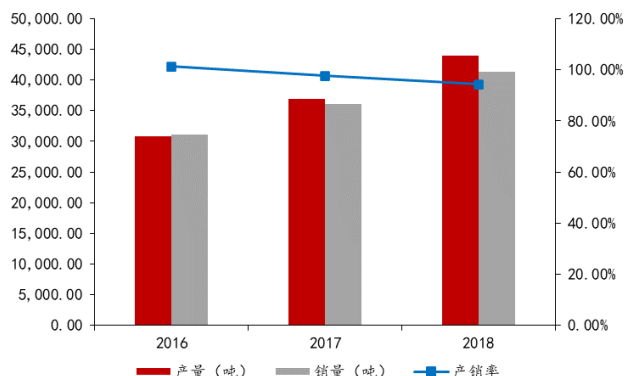
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 33：复合燕麦片产能、产量及产能利用率情况



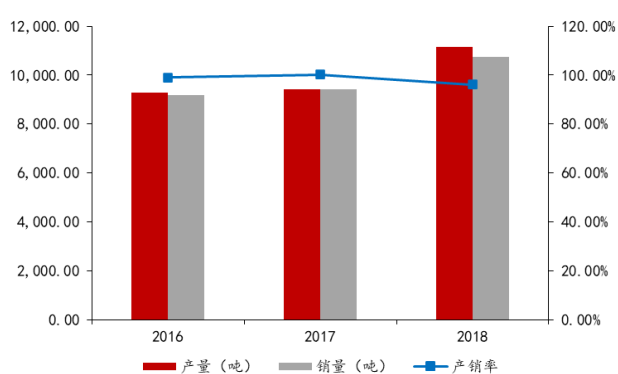
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 34：纯燕麦片产销率超过 94%



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 35：复合燕麦片产销率超过 96%



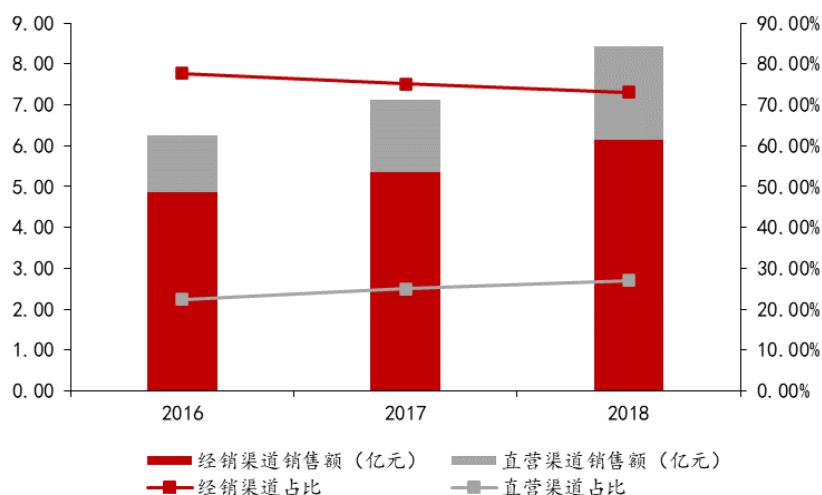
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

3.3 经销+直营渠道模式，聚焦多元营销升级

公司采用经销和直营相结合的营销模式，依托经验丰富的营销团队，紧密布局多类型的销售渠道，形成了多层级、广覆盖、高效率的全国性营销网络体系。

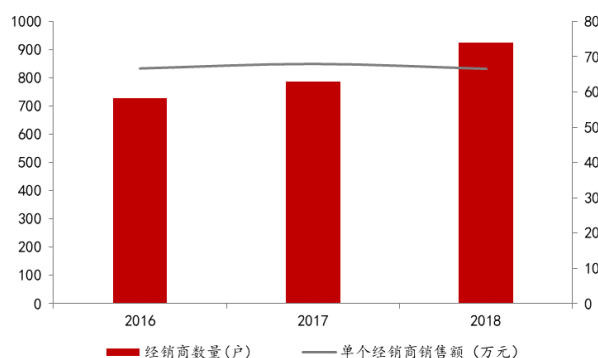
公司产品销售仍以经销模式为主，并拥有严格的经销商管控政策，保证经销体系良性运转。经销渠道层面来看，经销渠道销售额从2016年的4.86亿元增加到2018年的6.15亿元，期间年均复合增速为12.49%，经销渠道占比从2016年的77.65%小幅下降至2018年的73.00%。具体经销商层面来看，经销商数量从2016年的729家增加到2018年的924家，2018年经销渠道CR10为26.68%，其中最大的经销商深圳怡亚通实现销售额8179万元，占比约13.3%。

图 36：公司主营业务收入按销售模式构成分析



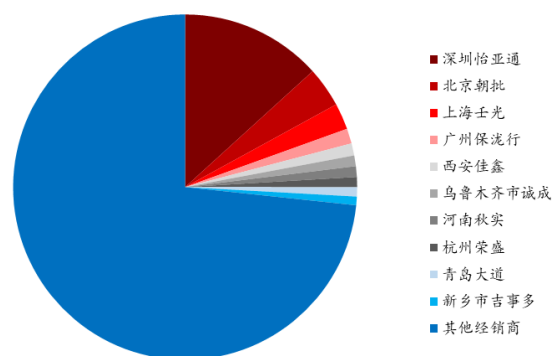
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 37：经销商数量稳步增加



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 38：2018 年经销渠道占比一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

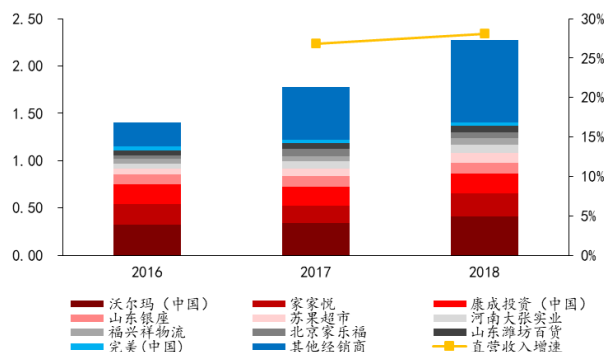
表格 7. 公司拥有严格的经销商管控政策

序列	管控政策	具体内容
1	选取标准	公司综合评估其资金实力、社会信誉、财务状况、营销能力、市场影响力以及快消类食品销售经验等方面是否能够满足公司对于相应地区的销售目标要求，经销地区和渠道是否与现有经销商冲突，主要经销产品中是否有公司主要竞争对手产品等，进而确定该经销商是否成为公司合格经销商。
2	存货管理	经销商有义务配合公司对其库存进行盘查了解，随时向公司提供真实的产品库存数据，同意公司为其库存的西麦产品设定安全库存数并同意公司按照该安全库存数调整供货策略。
3	窜货管理	公司通常与经销商一年签订一次销售合同，并对经销商的销售区域范围进行授权，经销商不得超出授权的经销范围。
4	对账管理	公司建立了与经销商的账务核对机制，每月15号与经销商进行对账，并统计经销商的对账进展及确认情况、差异情况。
5	考核管理	考核目标主要包括经销商的销售金额、终端市场和费用管理、出货周转率等指标。
6	定价机制	公司与经销商的合同价格原则上以公司统一制定的出厂价为准。
7	运输费用的承担	公司负责将货物运送至经销商指定地点，与之相关的运输费用由公司承担。
8	保证金的缴纳比例	并无经销商保证金缴纳的相关约定，但根据历史合作情况对部分经销商收取0.2-2万元不等的串货保证金或履约保证金。
9	退换货政策	原则上不允许退货，且制定了不退货奖励以补偿经销商终端渠道可能存在的对临期产品的退货情况。
10	返利管理	公司针对经销商销售目标完成情况制定了相关的返利政策，包括固定返利、不退货奖励等。
11	市场推广补贴政策	每年根据经营和市场推广策略对经销商给予不同力度的补贴，对经销商进行综合考核后以商业折扣方式在后续订单中予以兑现。

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

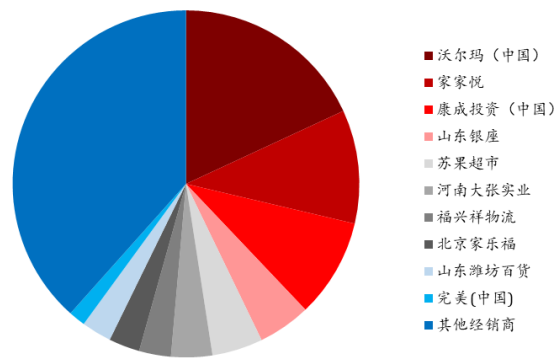
此外，近几年公司直营渠道保持高速增长。直营渠道销售额从2016年的1.40亿元增加到2018年的2.28亿元，期间年均复合增速为27.49%，直营渠道占比从2016年的22.35%提升至2018年的27.00%。具体经销商层面来看，2018年直营渠道CR10为61.61%，其中最大的直营厂商沃尔玛（中国）实现营业收入4118万元，占直营渠道比重约18.1%。

图 39：2016-2018 年直营渠道 CR10 销售额一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 40：2018 年直营渠道占比一览

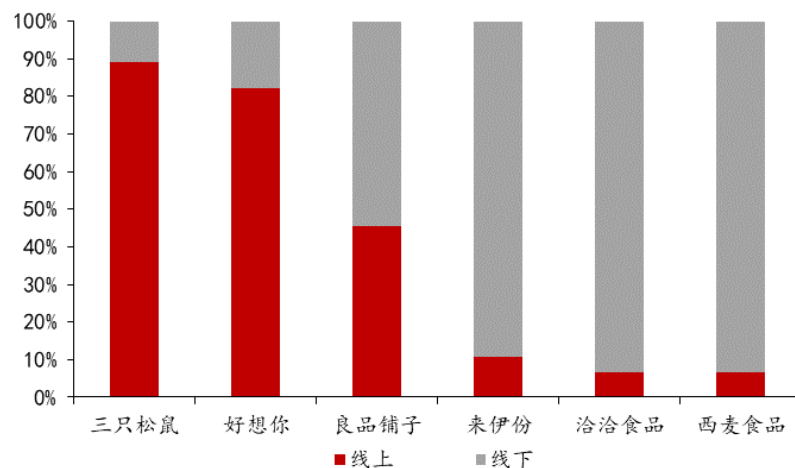


资料来源：招股说明书，川财证券研究所

从行业层面来看，休闲食品企业通过不断完善线上线下的全渠道网络建设，满足消费者即买即得的消费需求，形成多样性、多内容、多维度和多触达点的新零售经营形态。西麦目前仍以线下渠道为主，18年线上/线下渠道收入占比分别为6.63%/93.37%，对比来看，三只松鼠、好想你、良品铺子、来伊份、恰恰食品线上收入占比分别为89.20%、82.20%、45.50%、10.70%、6.70%。

考虑到休闲食品销售渠道逐渐从多元化走向融合发展，公司将聚焦资源用于品牌建设及营销渠道升级。公司计划在未来三年逐步拓展品牌阵线，进一步巩固和提升“西麦”主品牌的知名度以及中老年对西麦燕麦的忠诚信任度，确保公司的行业地位。同时，鉴于休闲食品市场广阔的发展空间，公司计划全面推广旗下“西澳阳光”等副品牌，充分发挥西麦的品牌优势，拓展年轻消费群体，进军休闲燕麦食品市场。

图 41：公司主营业务收入按销售模式构成分析



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 8. 公司募集 2.11 亿元用于品牌建设和营销渠道升级

序号	投资类别	投资估算（万元）	占总投资比例
一	品牌建设	8,465	40.18%
1	广告投放	4,975	23.61%
2	新媒体投放	2,835	13.46%
3	西澳阳光品牌建设	655	3.11%
二	互联网渠道建设	5,110	24.25%
1	电商平台建设	3,820	18.13%
2	线上物流仓储中心	1,290	6.12%
三	线下渠道拓展	5,450	25.87%
1	KA渠道建设	2,020	9.59%
2	非KA渠道建设	705	3.35%
3	线下体验中心	955	4.53%
4	新零售O2O	1,770	8.40%
四	办公平台建设	2,042	9.70%
1	场地投入	2,000	9.49%
2	设备投入	42	0.20%
合计		21,068	100.00%

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

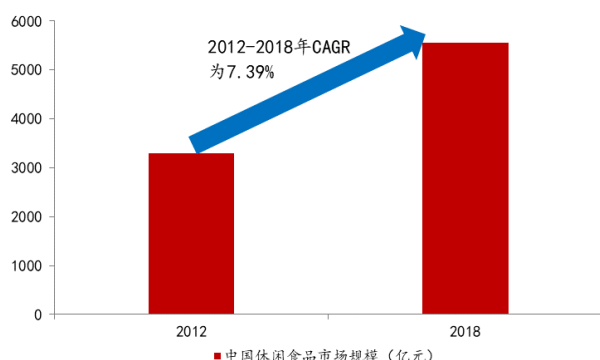
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.4 切入休闲燕麦食品领域，打开成长天花板

消费升级使得我国休闲食品市场规模稳步扩容，未来仍有巨大提升空间。根据欧睿数据显示，我国休闲食品市场规模从 2012 年的 3300 亿元增加到 2018 年的 5551 亿元，年均复合增速为 7.39%。而从人均消费额来看，未来我国休闲食品市场仍有巨大的发展潜力，2018 年中国休闲食品人均消费额为 61.73 美元，远远低于日本、英国和美国的人均消费额 420.12 美元、524.32 美元和 545.87 美元。

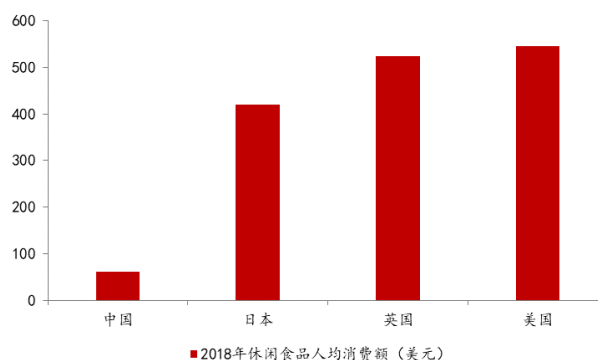
由于休闲燕麦产品的健康属性及优质发展赛道，国内外主要头部休闲食品公司纷纷推出复合燕麦类休闲食品来丰富自身产品矩阵，并进一步和自身原有产品品类进行融合创新，来满足消费者对于健康休闲零食的多元化需求。预计在休闲食品稳健增长的背景下，休闲燕麦产品将凭借其健康、时尚、便捷属性实现快速增长。

图 42：休闲食品空间广阔，市场规模持续扩容



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 43：休闲食品人均消费额仍有较大提升空间



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

随着江苏宿迁生产基地于 2020 年 5 月竣工投产，至此公司广西贺州、河北定兴、江苏宿迁三大生产基地均已投产运营，全国化的产能布局将有效保障公司长远发展。其中江苏宿迁生产基地产能规划包含：1.2 万吨纯燕麦片、0.2 万吨休闲燕麦食品，一方面将极大缓解纯燕麦片产能不足的现状，另一方面将切入燕麦休闲食品领域，打开未来成长天花板。此外，河北定兴燕麦食品产业化项目产能规划包含：1.6 万吨燕麦片及主食燕麦产品、2080 万袋（条）休闲燕麦食品、7200 万瓶业态燕麦饮料。

自上市以来西麦加快新品开发节奏，2019 年西麦共开发完成包括奇亚籽混合谷物燕麦片、高纤黑麦燕麦片、热带水果酸奶燕麦脆、多种莓果酸奶燕麦脆、多口味膨化谷物燕麦片、麦脆果萃系列燕麦片等 20 款新品，上市 30 个 SKU。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2020 年西麦规划 8 个方向产品储备，共约 80 多种 SKU。我们认为，公司顺利切入休闲燕麦食品领域，以燕麦为核心的产品体系将得到进一步丰富，有望打开未来成长天花板。

图 44：2019 年 10 月燕麦脆在线上、线下推广



资料来源：天猫旗舰店，川财证券研究所

图 45：2020 年 3 月新推燕麦能量棒新品



资料来源：天猫旗舰店，川财证券研究所

表格 9. 公司两大产业化项目一览

项目	品类	设计年产能
燕麦食品产业化项目	燕麦片及主食燕麦食品	1.6万吨
	休闲燕麦食品	2,080万袋（条）
	液态燕麦饮料	7,200万瓶
江苏宿迁生产基地	纯燕麦片	1.2万吨
	休闲燕麦食品	0.2万吨

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

表格 10. 目前公司在研项目具体情况一览

序号	研发项目名称	研发目标及意义	目前所处阶段
1	五色滋养轻盈早餐	根据药食同源的原理精选红、黄、绿、白、黑五种颜色的食材，与燕麦片结合，开发从周一到周五每日一种口味作为营养早餐，符合中庸和谐的饮食文化和健康理念，达到综合调理的养生目的。	小批量生产阶段
2	膨化燕麦	以燕麦为主要原料，添加其他谷物、干果等辅料，经过挤压、膨化、造粒、调味等加工工艺制作而成，成品具有质地酥松、香甜可口的特点，是一种方便美味的即食休闲食品。	小批量生产阶段
3	烘焙燕麦片	休闲食品行业规模庞大，具有广阔的发展空间。研发烘焙燕麦片，是公司产品品类的有效拓展。烘焙燕麦片以燕麦片为主要原料，经过烘焙、调味加工而成，香脆可口，老幼咸宜，可即食，也可加牛奶、果汁冲调，或与酸奶、冰激凌搅拌食用。	小批量生产阶段
4	燕麦固体饮料	以燕麦为主要原料开发固体饮料。燕麦固体饮料的特点是即冲即饮，不粘稠，速溶性好，具备热饮料的特性，口感爽滑，风味香醇，可开发系列口味。	基础研究及试生产阶段
5	燕麦液体饮料	以燕麦为主要原料，利用乳酸菌和植物乳杆菌对燕麦进行发酵而成，根据加工工艺可分为非活性燕麦饮料与活性燕麦饮料。发酵型燕麦饮料中的益生菌及其代谢产物对改善人体肠道微循环，提高人体免疫力发挥重要作用。	基础研究阶段
6	燕麦营养棒（Bar）	营养棒是近几年国内外兴起并流行的休闲食品，有营养丰富，方便即食的特点，从工艺和形态上分为颗粒棒和挤压棒，从功能上分为能量棒和谷物棒。	基础研究阶段

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

四、盈利预测与估值

基于以上对公司的经营分析，我们认为产品、渠道协同发力将助力公司未来三年步入产能释放期，主营燕麦片业务有望实现较快增长。分产品来看，随着2020年5月江苏西麦燕麦食品生产基地建设项目（一期）已竣工投产，同时河北定兴燕麦食品产业化项目未来2-3年有望竣工投产，纯燕麦产品产能瓶颈将得到极大释放，整体有望保持稳健增长；而休闲燕麦新品当前处于快速培育期，收入体量较小暂时归入复合燕麦片，预计复合燕麦片整体有望呈现加速增长态势，未来通过强化研发和营销有望持续高增长。

（1）收入端：

纯燕麦片：我们预计2020-2022年纯燕麦片销售收入分别为6.98、8.10、9.40亿元，分别同比增长15.00%、16.00%、16.00%。

复合燕麦片：我们预计2020-2022年复合燕麦片销售收入分别为4.00、4.81、5.86亿元，分别同比增长18.00%、20.00%、22.00%。

燕麦片整体：我们预计2020-2022年燕麦片整体销售收入分别为10.99、12.91、15.26亿元，分别同比增长16.08%、17.46%、18.23%。

（2）利润端：

纯燕麦片：我们预计2020-2022年纯燕麦片毛利率水平分别为59.00%、60.00%、60.00%。

复合燕麦片：我们预计2020-2022年复合燕麦片毛利率水平分别为60.00%、60.00%、60.00%。

燕麦片整体：我们预计2020-2022年燕麦片整体毛利率水平分别为59.36%、60.00%、60.00%。

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为11.28、13.23、15.62亿元；归母净利润分别为1.85、2.21、2.63亿元；EPS分别为2.32、2.76、3.29元/股，对应当前PE分别为28.80、24.19、20.29倍。考虑到产品、渠道齐发力，未来三年产能将步入释放期，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 11. 公司主营业务量价拆分及预测

燕麦片详细拆分		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
纯燕麦片	销售收入（百万）	538.47	607.29	698.39	810.13	939.75
		17.03%	12.78%	15.00%	16.00%	16.00%
	销量（万吨）	4.14				
	吨价（万元/吨）	1.30				
	毛利率	63.55%	57.88%	59.00%	60.00%	60.00%
复合燕麦片	销售收入（百万）	285.34	339.35	400.44	480.53	586.24
		19.21%	18.93%	18.00%	20.00%	22.00%
	销量（万吨）	1.07				
	吨价（万元/吨）	2.66				
	毛利率	60.02%	59.51%	60.00%	60.00%	60.00%
燕麦片合计	销售收入（百万）	823.81	946.65	1098.83	1290.66	1525.99
	增速	17.78%	14.91%	16.08%	17.46%	18.23%
	销量（万吨）	5.21	6.06	6.97	8.01	9.22
	增速		16.25%	15.00%	15.00%	15.00%
	吨价（万元/吨）	1.58	1.56	1.58	1.61	1.66
	增速		-1.15%	0.94%	2.14%	2.81%
	毛利率	62.33%	58.47%	59.36%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 12. 分产品盈利预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
燕麦片	收入（百万）	823.81	946.65	1,098.83	1,290.66	1,525.99
	毛利率(%)	62.33	58.47	59.36	60.00	60.00
	同比	17.78%	14.91%	16.08%	17.46%	18.23%
其他主营业务	收入（百万）	19.24	19.10	21.96	25.26	29.04
	毛利率(%)	34.98	31.32	37.29	42.74	47.72
	同比	43.05%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入（百万）	7.81	7.03	7.03	7.03	7.03
	毛利率(%)	64.01	91.63	71.56	71.56	71.56
	同比	18.52%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入（百万）	850.85	972.78	1127.82	1322.95	1562.07
	毛利率(%)	61.73	58.17	59.01	59.73	59.82
	同比	18.26%	14.33%	15.94%	17.30%	18.08%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 13. 可比公司估值表一览

日期	2020/5/25	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	20E	21E	22E	20E	21E	22E
300783.SZ	三只松鼠	79.46	318.63	0.8	1.1	1.4	100.7	75.2	57.3
002582.SZ	好想你	10.15	52.34	0.3	0.4	0.4	31.8	25.6	24.7
603719.SH	良品铺子	69.61	279.14	1.0	1.3	1.7	69.4	53.3	41.9
603777.SH	来伊份	16.79	56.93	0.4	0.6	1.0	46.3	30.0	16.4
002557.SZ	洽洽食品	53.81	272.82	1.5	1.7	2.0	37.1	31.2	26.4
平均值							57.1	43.1	33.3
002956.SZ	西麦食品	66.72	53.38	2.3	2.8	3.3	28.76	24.17	20.28

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 股价截止时间为2020年05月25日

风险提示

- 1) 食品安全风险;
- 2) 品牌、商标被侵权的风险;
- 3) 原材料价格上涨的风险;
- 4) 跨区域经营的风险。

报表预测

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	850.9	972.8	1127.8	1322.9	1562.1
减:营业成本	325.7	406.9	462.3	532.7	627.6
营业税金及附加	10.8	10.4	12.1	14.2	16.8
营业费用	330.9	352.0	394.7	469.6	554.5
管理费用	37.9	46.0	50.8	59.5	70.3
财务费用	-1.1	-2.8	-1.9	-4.6	-8.4
资产减值损失	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
加:投资收益	7.5	7.2	7.0	7.0	7.0
公允价值变动损益	1.8	12.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	155.8	184.5	216.8	258.4	308.3
加:其他非经营损益	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	155.6	184.5	216.8	258.4	308.3
减:所得税	18.7	27.0	31.5	37.7	45.2
净利润	136.9	157.4	185.3	220.7	263.1
减:少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东净利润	136.9	157.4	185.3	220.7	263.1
资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	381.6	102.8	152.7	339.6	491.5
应收和预付款项	70.9	72.6	102.3	102.1	139.1
存货	69.9	111.4	94.6	142.8	136.9
其他流动资产	13.9	1021.6	1021.6	1021.6	1021.6
长期股权投资	0.0	0.0	7.0	14.0	21.0
投资性房地产	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
固定资产和在建工程	150.1	263.4	351.7	430.0	498.4
无形资产和开发支出	23.9	23.3	23.3	23.3	23.3
其他非流动资产	5.7	3.6	2.6	1.6	1.6
资产总计	717.6	1600.1	1757.1	2076.4	2334.6
短期借款	30.0	20.0	20.0	20.0	20.0
应付和预收款项	164.4	243.6	215.9	314.5	309.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
负债合计	195.0	264.2	235.9	334.5	329.7
股本	60.0	80.0	80.0	80.0	80.0
资本公积	190.1	830.7	830.7	830.7	830.7
留存收益	272.4	429.8	615.1	835.8	1098.9
归属母公司股东权益	522.5	1340.5	1525.8	1746.5	2009.6
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	522.5	1340.5	1525.8	1746.5	2009.6
负债和股东权益合计	717.6	1604.7	1761.8	2081.0	2339.3

现金流量表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	128.7	180.4	148.6	282.5	243.5
投资性现金净流量	-55.6	-1086.8	-100.5	-100.0	-100.0
筹资性现金净流量	-13.0	648.2	1.8	4.5	8.3
现金流量净额	59.8	-259.8	49.9	187.0	151.8

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	61.7%	58.2%	59.0%	59.7%	59.8%
销售净利率	15.8%	15.5%	16.4%	16.7%	16.8%
ROE	26.2%	11.7%	12.1%	12.6%	13.1%
ROA	21.3%	10.7%	12.2%	12.2%	12.8%

成长能力					
销售收入增长率	18.3%	14.3%	15.9%	17.3%	18.1%
净利润增长率	38.6%	11.9%	23.2%	19.1%	19.2%

资本结构					
资产负债率	27.2%	16.5%	13.4%	16.1%	14.1%
流动比率	2.7	5.0	5.8	4.8	5.4
速动比率	2.3	3.7	4.5	3.7	4.3
经营效率					
总资产周转率	1.2	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	4.7	3.7	4.9	3.7	4.6
业绩和估值					
EPS	1.7	2.0	2.3	2.8	3.3
BPS	6.5	16.8	19.1	21.8	25.1
PE	39.0	33.9	28.8	24.2	20.3
PB	10.2	4.0	3.5	3.1	2.7

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004