

## 西麦食品 (002956.SZ) 燕麦龙头壁垒稳固，多元化发展潜力大

2020年03月20日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

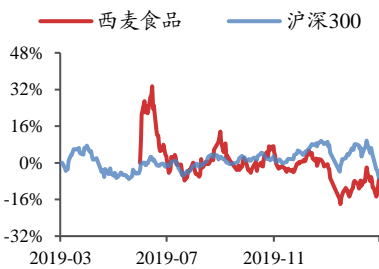
张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

日期	2020/3/19
当前股价(元)	48.94
一年最高最低(元)	72.18/41.11
总市值(亿元)	39.15
流通市值(亿元)	9.79
总股本(亿股)	0.80
流通股本(亿股)	0.20
近3个月换手率(%)	318.42

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 规模、渠道、品牌壁垒强，多元化战略发展潜力大

预计 2019-2021 年公司营业收入分别+ 15.1%、+16.8%、+18.0%，归母净利润分别为 1.58、1.83、2.16 亿元，EPS 分别为 1.98、2.28、2.70 元，对应 PE 分别为 24、21、18 倍。西麦食品具有规模优势，渠道力和品牌力强，未来随着新品陆续推出、渠道铺设完善，其核心竞争力可进一步提升，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 燕麦行业集中度仍较低，量价提升空间大

近年来，中国燕麦行业发展较快，但人均消费额和消费量仍较低，未来随着消费场景延伸、消费人群扩大，行业仍存在很大的量价提升空间。目前中国燕麦行业呈现三个梯队，整体的集中度较饮食习惯相近的日本而言较低，未来行业集中度的提升空间广阔。

### ● 规模、渠道、品牌优势明显，形成壁垒

西麦食品精耕燕麦行业多年，具备规模、渠道、品牌的竞争优势：(1) 规模：公司具备规模优势：一方面规模化生产，产能利用率高可摊薄成本；另一方面规模采购可降低采购成本；(2) 渠道：公司采用直销、经销并行的模式，进行全渠道布局，渠道布局广且深，销售人员和经销商的创收能力皆较强；(3) 品牌：公司精耕燕麦行业多年，为燕麦行业的第一民族品牌，已塑造了良好的品牌形象。

### ● 以燕麦为主业，产品、渠道多元化发展可期

公司未来发展战略仍旧以燕麦为主，进一步开拓冷食燕麦、零食类产品等新品类。此外，公司将进一步精细化管理渠道，提高单店产出，并继续投入建设新渠道，形成多元化、广度深度兼具的渠道体系。未来在新品陆续推出、渠道铺设完善全渠道发力下，西麦食品仍处于发展黄金期。

● **风险提示：** 原材料价格风险、产能扩张不及预期、新品开发及推广不及预期、食品安全事件。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	720	851	979	1,144	1,350
YOY(%)	14.1	18.3	15.1	16.8	18.0
净利润(百万元)	101	137	158	183	216
YOY(%)	7.2	35.2	15.6	15.5	18.3
毛利率(%)	59.8	61.7	59.9	60.2	60.5
净利率(%)	14.1	16.1	16.2	16.0	16.0
ROE(%)	26.2	26.2	23.2	21.2	20.0
EPS(摊薄/元)	1.27	1.71	1.98	2.28	2.70
P/E(倍)	38.7	28.6	24.7	21.4	18.1
P/B(倍)	10.2	7.5	5.8	4.5	3.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、多年精耕燕麦行业，为燕麦行业龙头 .....	3
2、燕麦行业集中度低，量价提升空间大 .....	4
3、规模、渠道、品牌优势强，推进产品、渠道多元化发展 .....	6
3.1、规模、渠道、品牌为西麦食品的壁垒 .....	6
3.2、稳步推进品类、渠道多元化发展 .....	8
4、盈利预测与投资建议 .....	10
5、风险提示 .....	11
附：财务预测摘要 .....	12

## 图表目录

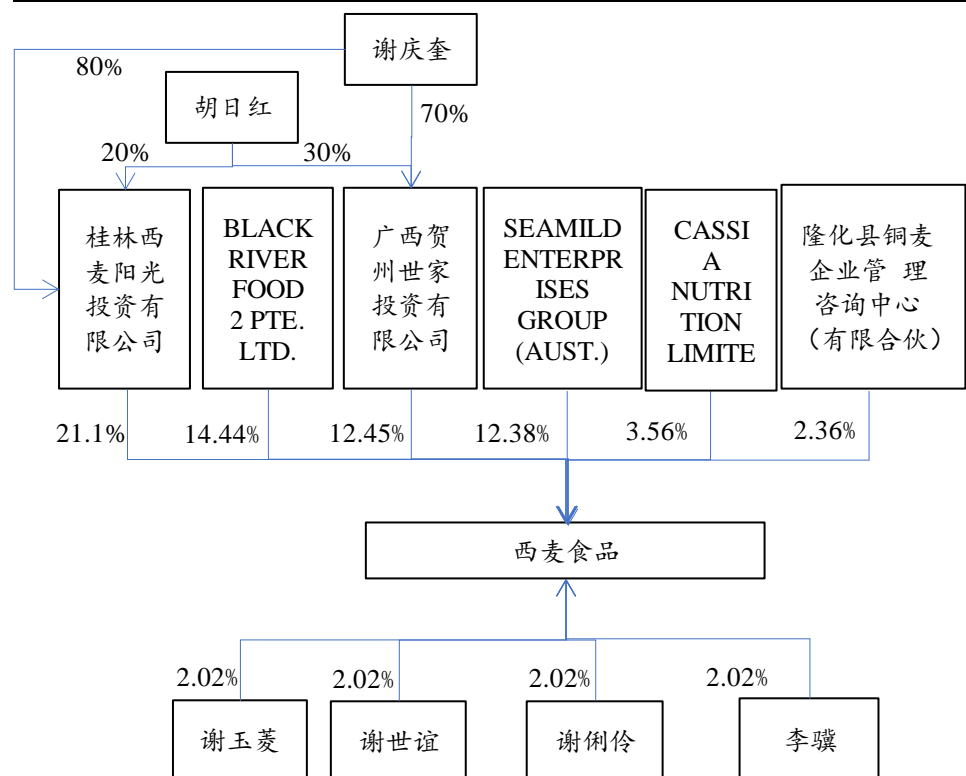
图 1：西麦食品为家族企业，股权较为集中 .....	3
图 2：西麦食品的主营业务为纯燕麦片 .....	4
图 3：2018 年公司华东、华北、华中地区收入占比较高 .....	4
图 4：2018 年早餐谷物市场增速达到 8.7% .....	4
图 5：中国燕麦行业的市场集中度仍较低 .....	5
图 6：日本燕麦行业的市场集中度较高 .....	5
图 7：中国人均燕麦消费金额较低 .....	6
图 8：中国人均燕麦消费量较低 .....	6
图 9：2018 年纯燕麦片产能利用率达 122% .....	6
图 10：2018 年复合燕麦片产能利用率达 62.8% .....	6
图 11：2017 年-2018 年主要原材料采购价格持续下滑 .....	7
图 12：西麦食品进口、国产燕麦粒采购均价下降 .....	7
图 13：西麦食品采用直销+经销模式多渠道布局 .....	7
图 14：2016 年以来西麦食品人均创收能力持续增强 .....	7
图 15：2016 年来西麦食品电商占比快速提升 .....	8
图 16：西麦食品经销商创收能力逐年增强 .....	8
图 17：2018 年中国燕麦市场中网络零售占 30% .....	10
图 18：2018 年日本燕麦市场中超市占 47.4% .....	10
表 1：西麦食品未来拟建设三大品类八大产品 .....	9
表 2：收入预测：纯燕麦片是主要收入来源 .....	11
表 3：可比公司估值：西麦食品估值水平仍较低 .....	11

## 1、多年精耕燕麦行业，为燕麦行业龙头

**西麦食品主营燕麦业务，领先地位稳固。**桂林西麦生物技术开发有限公司成立于2001年8月，是西麦食品的前身。公司主营业务为燕麦产品的研发、生产与销售，产品涵盖纯燕系列和复合系列燕麦片。公司长期处于国内燕麦市场的第一梯队，为燕麦行业龙头，领先地位稳固。

**公司管理层具有明显家族属性，管理层与股东利益高度一致。**公司为家族企业，股权较为集中。公司主要管理人员中谢庆奎担任董事长、总经理，其女儿谢金菱担任董事、董事会秘书、副总经理。其余实际控制人中谢庆奎与胡日红为夫妻关系、谢俐伶、谢金菱为二者的女儿，李骥为女婿，公司的管理层与股东利益高度一致。

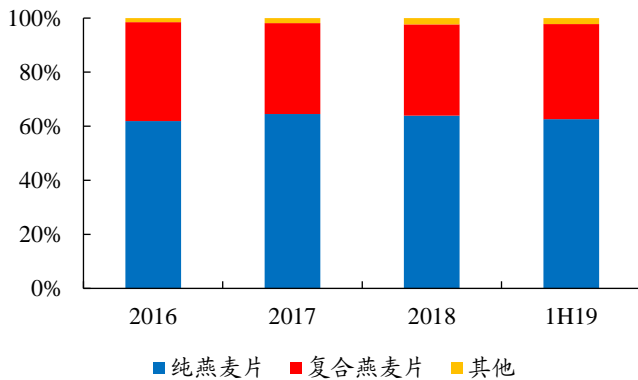
图1：西麦食品为家族企业，股权较为集中



资料来源：公司公告、开源证券研究所

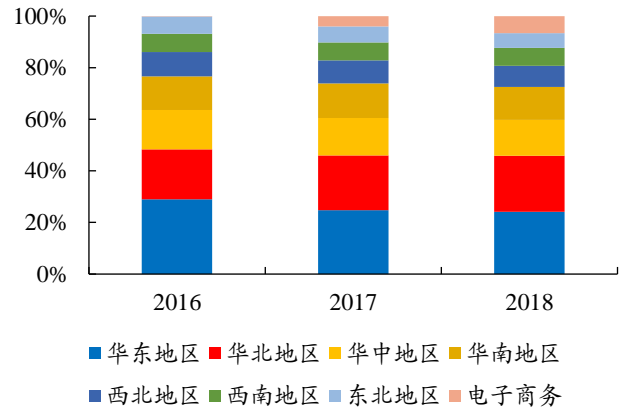
**多年专注于燕麦行业，目前已基本在全国布局。**公司一直专注于燕麦主业，主要产品为纯燕麦片和复合燕麦片，燕麦产品占西麦食品营业收入比例，一直维持在97%以上。具体分产品来看，2019H1 纯燕麦片占比高达62.7%，为公司的主要业务。分地区来看，西麦食品已是全国布局，2018年华东、华北、华中地区占比分别为24.1%、21.8%和13.9%，华东、华北营业收入占比较高。

图2: 西麦食品的主营业务为纯燕麦片



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图3: 2018年公司华东、华北、华中地区收入占比较高

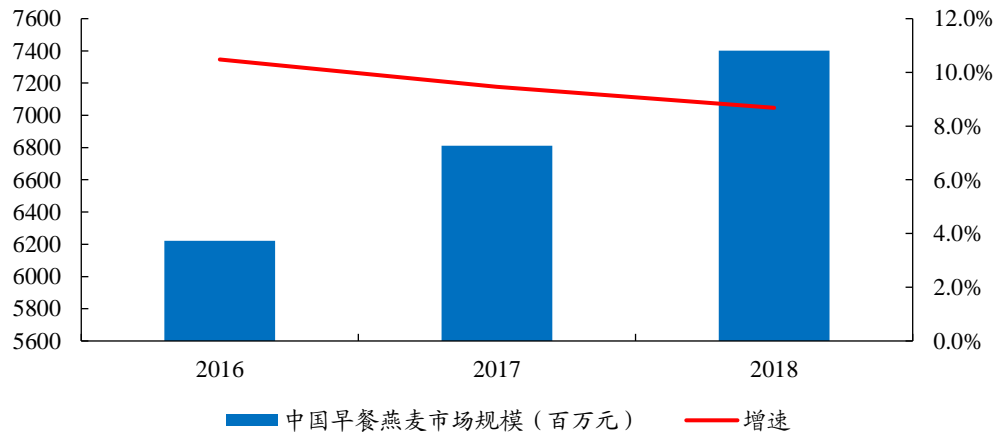


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、燕麦行业集中度低，量价提升空间大

早餐燕麦行业近年增速较快。燕麦行业最早是在20世纪60年代初出现在中国，于21世纪初快速成长，2016年中国谷物磨制业市场规模增5.8%至1.4万亿元，而早餐燕麦市场增10.5%至62亿元，早餐燕麦市场增速快于谷物市场。随着消费者对便捷、健康食品需求增长，燕麦行业一直保持较快增速，2018年早餐燕麦市场规模增长8.7%至74亿元，2013-2018年早餐燕麦市场的收入年复合增长率高达10.14%。

图4: 2018年早餐谷物市场增速达到8.7%



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

燕麦行业可分三个梯队，整体集中度仍较低。中国燕麦市场可以根据市场份额及经营范围大小分为三个梯队：

(1) 全国性燕麦企业：第一梯队为全国性燕麦企业，基本完成全国化布局，且渠道多样化，品牌认知度较高，如西麦、桂格、雀巢等。第一梯队中的每家企业市场占有率都在9%以上。

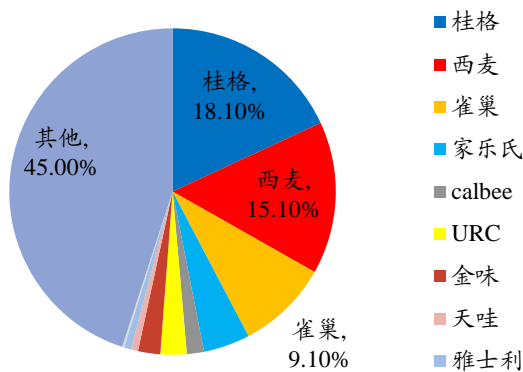
(2) 区域性燕麦企业：第二梯队为区域性燕麦企业，在局部重点区域内具有较强的竞争优势，如皇室、金味等。第二梯队企业的市场份额仍较小，每家企业市占

率约 2-5%。

(3) 地方性燕麦企业：第三梯队为地方性燕麦企业，该梯队企业的市占率非常小，品牌力、渠道力皆不明显，每家企业市占率在 1% 以下。

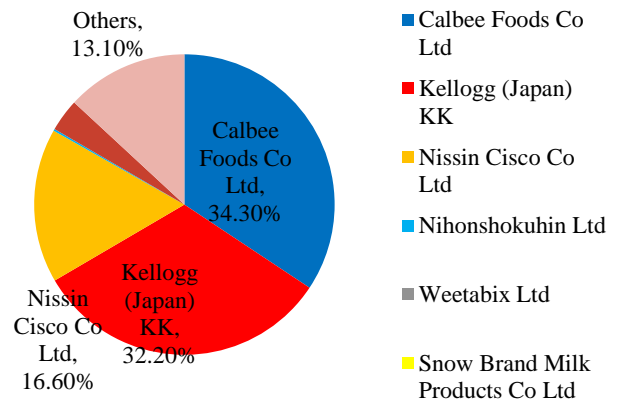
目前中国燕麦行业集中度仍较低，根据 Euromonitor，目前行业 CR2 为 33.2%，而饮食习惯于中国相近的日本早餐燕麦行业 CR2 为 66.5%。中国的行业集中度仍较低，未来随着燕麦消费者品牌意识进一步增强，燕麦行业集中度仍旧有很大的提升空间。

图5：中国燕麦行业的市场集中度仍较低



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图6：日本燕麦行业的市场集中度较高

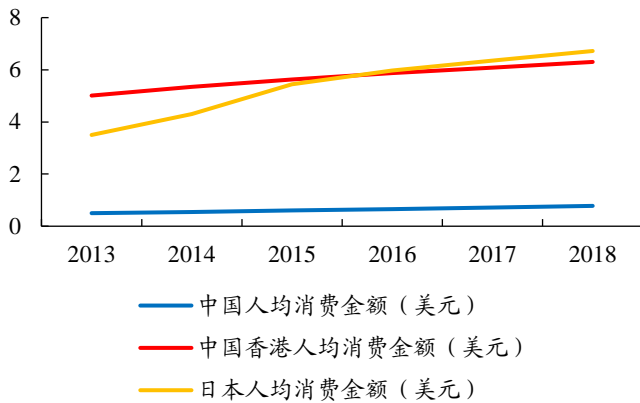


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

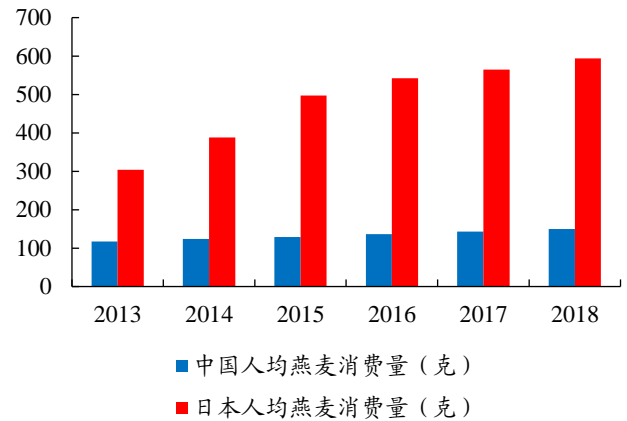
中国燕麦行业人均消费量、消费金额均较低，行业量价提升空间大。目前中国的燕麦行业人均消费量和消费金额均较低：

(1) 人均消费金额：中国的人均消费金额自 2013 年以来逐渐增加，但目前仍较香港、日本有较大差距。2018 年香港、日本人均燕麦消费金额分别为 6.7、6.3 美元，而中国仅为 0.8 美元。未来，随着人们收入水平提高、健康意识增强，需要提升自身免疫力，燕麦内部产品升级如朝着冷食燕麦、绿色有机燕麦方向升级等仍有较大潜力。居民消费升级下，燕麦产品顺应消费者需求持续升级可进一步提升人均燕麦消费金额。

(2) 人均消费量：中国人均燕麦消费量自 2013 年以来逐年增加，2018 年增至 150g，但同期消费习惯相近的日本人均燕麦消费量达 594g，目前中国的人均燕麦消费量仍较低。燕麦具有降血糖、降血脂等功效，营养价值高，可提升人们免疫力，未来一方面随着消费者对燕麦食品功效认识更全面、对燕麦接受度更高，燕麦消费量仍有很大增长空间。燕麦前期接受期可能较长，但被消费者接受后消费者会基于健康需求而长期购买燕麦，因此燕麦消费是长期且粘性大的食品消费。另一方面，目前中国主流燕麦食用方式是作为正餐、代餐，营养价值高的燕麦还可继续延伸至饮料、保健食品、休闲等其他领域，消费场景可进一步拓展，满足消费者多样化的消费需求，消费量仍可继续提升。

**图7: 中国人均燕麦消费金额较低**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

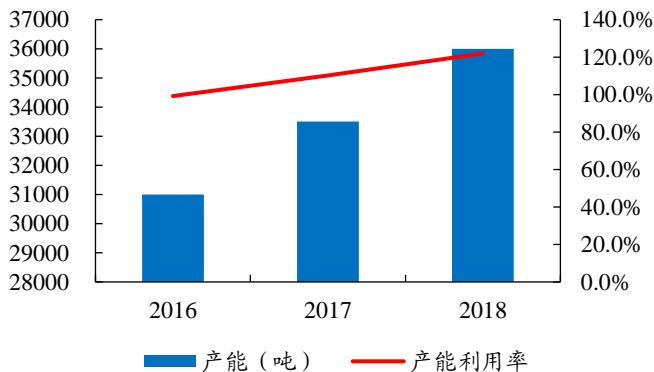
**图8: 中国人均燕麦消费量较低**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

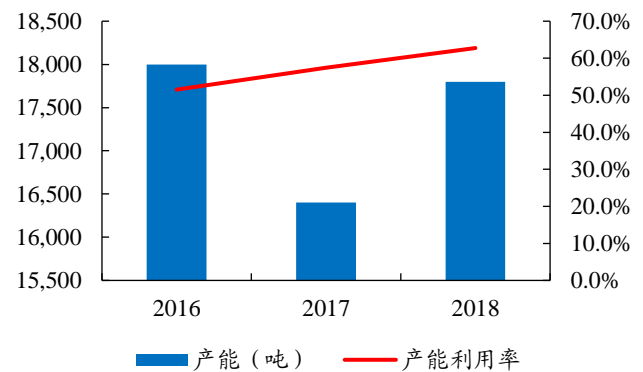
### 3、规模、渠道、品牌优势强，推进产品、渠道多元化发展

#### 3.1、规模、渠道、品牌为西麦食品的壁垒

西麦食品具备规模优势，议价能力强：（1）规模化生产，产能利用率高，摊薄成本。公司规模化生产，产能利用率高，2018年纯燕麦片、复合燕麦片的产能利用率分别为122%、62.8%。西麦食品具备规模优势，可摊薄单位产品固定成本，成本优势较强。

**图9: 2018年纯燕麦片产能利用率达122%**


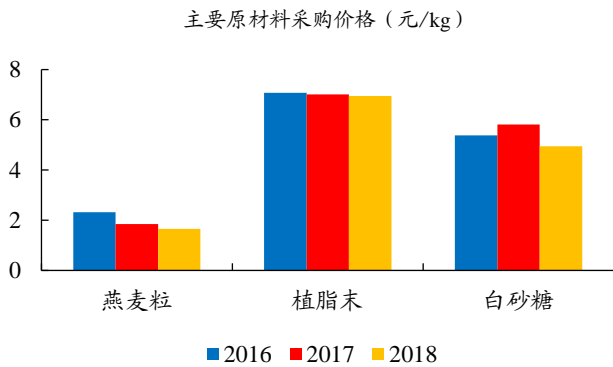
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图10: 2018年复合燕麦片产能利用率达62.8%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

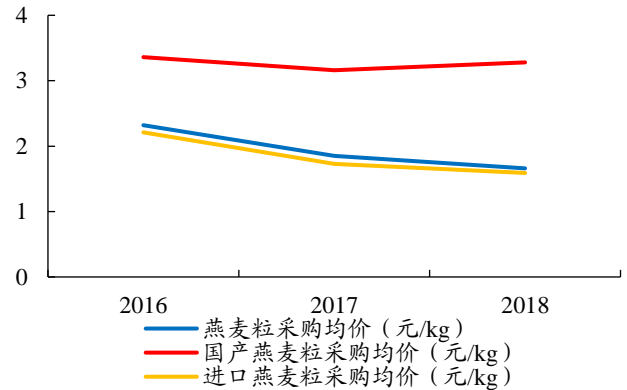
（2）公司原材料采购渠道稳定、规模采购可降低采购成本。原材料品质是影响燕麦食品质量的主要因素，燕麦粒占西麦食品原材料约85.5%。西麦食品主要采用90%的进口燕麦粒制作产品，采用少部分国产燕麦粒制作有机燕麦片。公司的原材料采购渠道稳定，如CBH公司和西麦食品形成战略合作，会优先考虑对公司的供应。西麦食品的供应商涵盖东澳、西澳，与主要供应商合作时间达十年以上，通过分批次签署采购合同锁定价格，采用远期合约等方式锁定汇率，以减小原材料采购及汇率带来的波动。此外，西麦食品具备规模优势，具有较好的议价能力，规模采购可降低采购成本。

图11: 2017年-2018年主要原材料采购价格持续下滑



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

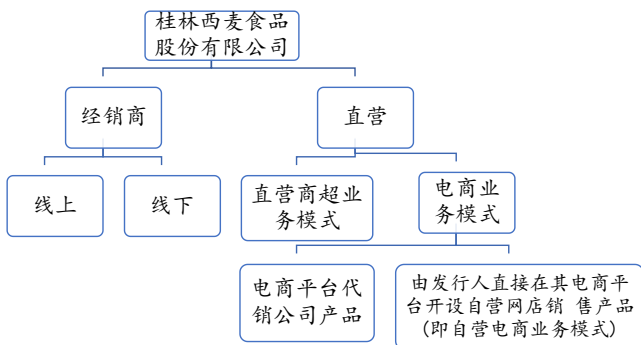
图12: 西麦食品进口、国产燕麦粒采购均价下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

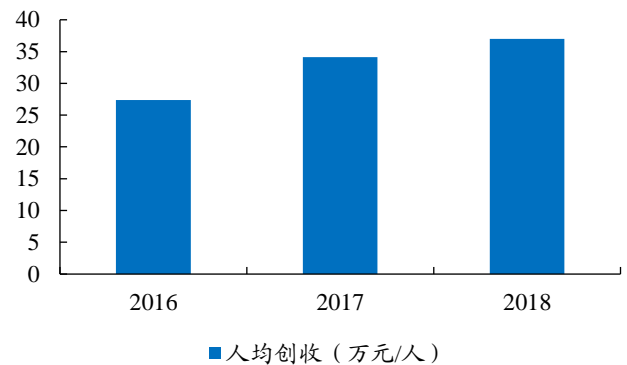
**西麦食品全渠道布局, 员工效率较高。**西麦食品全渠道布局, 目前已经布局连锁商超、小超市、零售店、线上等渠道; 渠道覆盖较广, 基本在全国均有布局销售网点和经销商。公司注重渠道建设, 销售人员占比较大, 2018年销售人员占比高达61.8%。西麦食品的员工效率较高, 2016年以来公司的人均创收能力持续增强, 2018年人均创收达37万元。

图13: 西麦食品采用直销+经销模式多渠道布局



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 2016年以来西麦食品人均创收能力持续增强



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

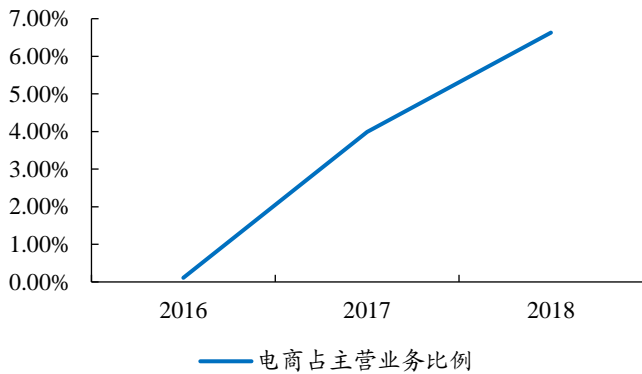
**采用直销+经销模式, 渠道兼具广度和深度。**公司采用直销+经销的模式, 目前以经销模式为主, 2018年经销模式占73%。

**(1) 直销:** 公司直接与客户签订销售合同且负责配送, 包括中大型商超、线上自营电商及B2B模式。西麦食品近年来自营电商业务高速发展, 自营电商数目自2016年的2家增至2018年的13家; 销售额自2016年的66.4万元增至2018年的5592.7万元, 2018年增速达96.6%, 增速较快。目前公司覆盖平台已包括天猫、京东、拼多多等主流电商平台。

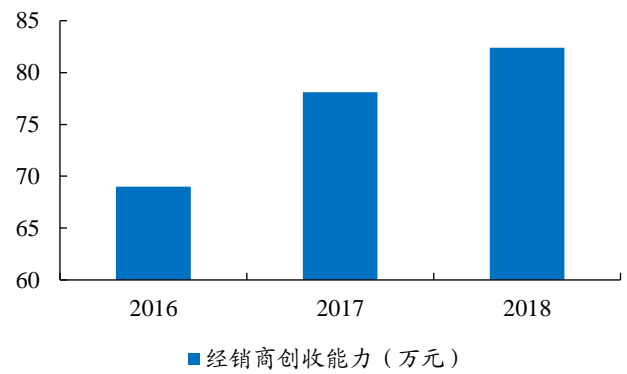
**(2) 经销:** 公司采用款到发货的买断式销售模式, 通过经销模式实现渠道下沉, 进一步开拓社区、乡村、乡镇, 渠道包括商超、电商等。目前西麦食品渠道已下沉至县级市场及部分重点乡镇市场, 公司经销商数目自2016年的729家增至2018年的924家, 且经销商平均创收能力自2016年的69万元增至2018年的82.4万元, 经销商的数量和创收能力都在持续增强。

西麦食品经销商经营高效主因: 首先, 公司设置了健全的经销商管控制度, 公

司业务人员高度参与，给予经销商全方位的服务和监督管理，协助管理终端，如在做产品活动时，西麦食品会与经销商一同参与活动制定、促销人员管理等，具有较强的终端管控能力；其次，公司渠道管理较为细致，根据渠道类型划分经销商，每个经销商负责不同的渠道；最后，西麦食品核销费用及时、激励制度到位，经销商的固定返利、不退货奖励自 2016 年来逐年增加，经销商的积极性得到提高。

**图15：2016 年来西麦食品电商占比快速提升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图16：西麦食品经销商创收能力逐年增强**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**精耕燕麦行业多年，品牌力较强。**西麦食品自 1995 年推出燕麦产品，已经精耕燕麦食品多年，塑造了良好的品牌形象，是燕麦行业的第一民族品牌。初期，西麦食品以中老年群体为主要消费群体，产品以热食冲调主食燕麦为主，主要突出产品品质和健康概念。公司较少做价格战，保持了中高端的品牌形象。

现在，公司将巩固主品牌的同时，拓展“西澳阳光”子品牌，开拓新消费群体及新品类。子品牌主要定位于年轻消费群体，具备好吃、时尚、便捷特性，产品延伸至休闲燕麦、冷食燕麦食品。2015 年以来公司持续投入宣传推广费用，塑造品牌、深化品牌形象，进一步提升自身品牌力。

### 3.2、稳步推进品类、渠道多元化发展

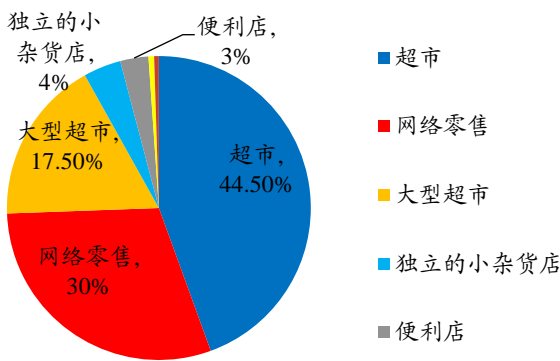
**燕麦消费场景延伸空间大，西麦食品品类多元化发展。**燕麦目前的主流消费场景为主食、代餐场景，主要产品为纯燕麦片，消费人群为中老年人。但随着工作压力加大、生活节奏加快、健康意识兴起，具备高营养、高健康特性的燕麦可以向休闲零食、饮料等场景延伸，燕麦消费人群自中老年人延伸至年轻人。近年来，冷食燕麦增长较快，西麦食品抓住行业变化规律，拟建设休闲燕麦食品、液态燕麦食品、燕麦片及主食燕麦三大品类共计八大产品。未来随着产品进一步多元化、年轻化，产品结构和品牌结构逐渐完善，公司可在巩固其热食冲调地位的同时满足更多消费者的需求。

**表1: 西麦食品未来拟建设三大品类八大产品**

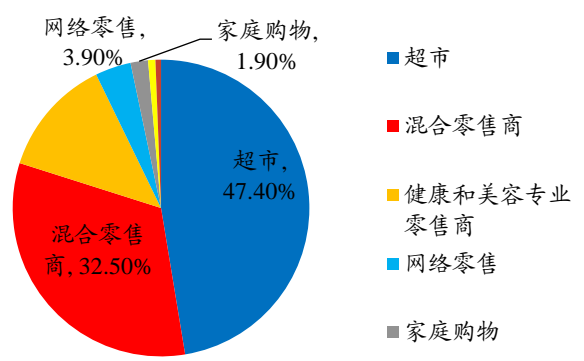
品类	计划产能	具体产品	研发计划	目前所处阶段
休闲燕麦食品	2080 万袋（条）	烘焙燕麦	休闲食品行业规模庞大，具有广阔的发展空间。研发烘焙燕麦片，是公司产品品类的有效拓展。烘焙燕麦片以燕麦片为主要原料，经过烘焙、调味加工而成，香脆可口，老幼咸宜，可即食，也可加牛奶、果汁冲调，或与酸奶、冰激凌搅拌食用。	小批量生产阶段
		燕麦谷物棒	营养棒是近几年国内外兴起并流行的休闲食品，有营养丰富，方便即食的特点，从工艺和形态上分为颗粒棒和挤压棒，从功能上分为能量棒和谷物棒。	基础研究阶段
		燕麦膨化谷物脆片	以燕麦为主要原料，添加其他谷物、干果等辅料，经过挤压、膨化、造粒、调味等加工工艺制作而成，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
液态燕麦食品	7200 万瓶	燕麦乳饮料	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
		燕麦乳酸菌饮料		
		燕麦清汁饮品		
		发酵燕麦酸奶	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
燕麦片及主食燕麦	1.6 万吨	燕麦片及主食燕麦	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

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**中国燕麦食品行业的线上渠道逐渐兴起。**日本早餐燕麦行业的主要销售渠道为超市等线下渠道，2018 年超市销售占比达 47.4%，而网络零售占比仅仅达 3.9%。与日本不同，近几年中国早餐燕麦食品行业渠道构成发生了巨大变化，由于燕麦食品保质期相对较长且存储较为方便，线上渠道逐渐成为燕麦早餐食品的主要渠道。中国早餐燕麦行业的网络零售渠道占比自 2013 年的 2% 快速增长至 2018 年的 30%，线上渠道逐渐兴起。如桂格早在 2016 年便布局线上渠道，布局天猫、京东、苏宁易购等渠道，市占率自 2013 年的 14.4% 增至 2018 年的 19.2%，桂格借助电商渠道实现了市占率稳步增长。

**图17: 2018年中国燕麦市场中网络零售占30%**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

**图18: 2018年日本燕麦市场中超市占47.4%**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

**进一步渠道多元化布局, 增强渠道力。**公司目前已经布局线上渠道, 未来计划募集资金进一步建设线上物流仓储中心、拓展自身电商团队实力。现在西麦食品已成立电商部, 运营天猫、拼多多等平台。此外, 2019年公司也设立新零售事业部, 尝试物美多点、社区团购等新零售业态。未来公司一方面将对现有渠道进行精细化管理, 提高单店产出, 部分区域持续渠道下沉; 另一方面开拓新零售、电商等渠道, 通过社交软件、直播媒体、小红书等投入传播品牌。随着渠道业务团队建设完善, 西麦食品渠道力可进一步增强。

#### 4、盈利预测与投资建议

近年来, 中国燕麦食品行业发展较快, 2013-2018年早餐燕麦市场的年复合增长率高达10.1%, 但中国燕麦食品行业的人均消费额和消费量仍较低, 未来随着消费场景延伸、消费人群扩大, 行业仍存在很大的量价提升空间。目前中国燕麦行业呈现三个梯队, 整体的集中度较饮食习惯相近的日本而言较低, 未来行业集中度提升空间仍很大。

西麦精耕燕麦行业多年, 具备规模、渠道、品牌的竞争优势。在规模上, 公司规模较大, 规模化生产, 产能利用率高可摊薄成本, 且规模采购可降低采购成本; 在渠道上, 公司采用直销、经销并行的模式, 进行全渠道布局, 渠道布局广且深, 员工和经销商的创收能力皆较强; 在品牌上, 公司精耕燕麦行业多年, 为燕麦行业的第一民族品牌, 在巩固原先热食冲调主品牌地位的同时, 开拓面向年轻人的“西澳阳光”副品牌, 已塑造了良好的品牌形象。

公司未来发展战略仍旧以燕麦为主, 在巩固原先热食燕麦、中老年群体的基础上进一步开拓冷食燕麦、零食类产品等新品类。目前公司已有8个研发方向, 储备80多种产品, 可满足多样化的消费需求。此外, 公司将进一步精细化管理渠道, 提高单店产出, 并继续投入建设线上、新零售如社区团购、兴盛优选等渠道, 形成多元化、广度深度兼具的渠道体系。未来在新品陆续推出、渠道铺设完善全渠道发力下, 西麦仍处于发展黄金期。

我们认为2020年随着产能逐渐释放, 纯燕麦片仍为主要收入来源, 预计将有16%左右增长; 2019年公司开始做复合燕麦片的铺垫工作, 预计2020年将逐渐显效, 复合燕麦片预计增19%。我们预计2019-2021年公司营收分别增长15%、17%、18%。

**表2: 收入预测: 纯燕麦片是主要收入来源**

		2018A	2019E	2020E	2021E
纯燕麦片	收入(百万元)	538	615	715	852
	YOY	17%	14%	16%	19%
	毛利率	63.6%	60.2%	60.4%	60.7%
复合燕麦片	收入(百万元)	285	335	397	463
	YOY	19%	17%	19%	16%
	毛利率	60.0%	61.5%	61.8%	62.1%
其他	收入(百万元)	19	20	21	22
	YOY	43%	5%	5%	5%
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入(百万元)	851	979	1,144	1,350
	YOY	18%	15%	17%	18%
	毛利率	61.5%	59.9%	60.2%	60.5%

数据来源: wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要冲调企业香飘飘和定位于主食的烘焙企业桃李面包的估值水平, 可发现 2020 年香飘飘和桃李面包的估值水平分别为 21.4、34.4, 而西麦食品估值约 21.5 倍 PE, 略高于香飘飘, 低于桃李面包。

**表3: 可比公司估值: 西麦食品估值水平仍较低**

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	EPS			PE		
		元	亿元	2019	2020	2021	2019	2020	2021
603711	香飘飘	25.1	104.8	0.92	1.17	1.50	27.3	21.4	16.7
603866	桃李面包	42.7	281.3	1.04	1.24	1.48	41.0	34.4	28.8
	平均值						34.2	27.9	22.8
002956	西麦食品	48.9	39.2	1.98	2.28	2.70	24.7	21.5	18.1

数据来源: wind、开源证券研究所

注: 除西麦食品外, 其他公司均使用 wind 一致预期, 股价截止至 2020 年 3 月 19 日

预计 2019-2021 年公司营业收入分别增长 +15.1%、+16.8%、+18.0%, 归母净利润分别为 1.58、1.83、2.16 亿元, 公司净利+15.6%、+15.5%、+18.3%, EPS 分别为 1.98、2.28、2.70 元, 对应 PE 分别为 24、21、18 倍。西麦食品具有规模优势, 渠道力和品牌力强, 未来品类、品牌、渠道扩张可进一步提升其核心竞争力, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 5、风险提示

原材料价格风险、产能扩张不及预期、新品开发及推广不及预期、食品安全事件。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	466	561	772	947	1208
现金	354	406	606	744	981
应收票据及应收账款	42	57	56	76	80
其他应收款	1	1	1	2	2
预付账款	12	13	16	18	22
存货	53	70	79	94	108
其他流动资产	4	14	14	14	14
<b>非流动资产</b>	139	188	206	223	244
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	113	107	129	151	174
无形资产	15	24	28	29	30
其他非流动资产	12	57	50	44	40
<b>资产总计</b>	606	749	978	1170	1452
<b>流动负债</b>	216	222	273	283	348
短期借款	39	30	30	30	30
应付票据及应付账款	125	122	176	170	235
其他流动负债	52	70	67	83	83
<b>非流动负债</b>	4	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	220	226	277	287	352
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	60	60	80	80	80
资本公积	190	190	190	190	190
留存收益	136	272	431	613	830
<b>归属母公司股东权益</b>	386	523	701	884	1100
负债和股东权益	606	749	978	1170	1452

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	127	130	203	161	264
净利润	101	137	158	183	216
折旧摊销	13	12	13	16	19
财务费用	2	-1	-1	-5	-7
投资损失	-5	-7	-6	-7	-6
营运资金变动	1	-20	39	-27	42
其他经营现金流	14	10	0	0	1
<b>投资活动现金流</b>	162	-56	-24	-27	-34
资本支出	9	65	18	18	21
长期投资	163	0	0	0	0
其他投资现金流	333	10	-6	-9	-14
<b>筹资活动现金流</b>	-109	-13	21	5	7
短期借款	-15	-9	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	30	0	20	0	0
资本公积增加	16	0	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-4	1	5	7
<b>现金净增加额</b>	176	62	199	139	237

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	720	851	979	1144	1350
营业成本	289	326	393	456	533
营业税金及附加	10	11	12	15	18
营业费用	251	331	363	429	509
管理费用	60	38	44	51	60
研发费用	2	3	4	5	5
财务费用	2	-1	-1	-5	-7
资产减值损失	-0	0	-0	-0	-0
其他收益	5	3	4	4	4
公允价值变动收益	-4	2	-0	-0	-1
投资净收益	5	7	6	7	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	112	156	174	204	242
营业外收入	1	0	4	3	2
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	113	156	178	207	244
所得税	11	19	20	24	28
<b>净利润</b>	101	137	158	183	216
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	101	137	158	183	216
EBITDA	117	157	177	204	239
EPS(元)	1.27	1.71	1.98	2.28	2.70

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.1	18.3	15.1	16.8	18.0
营业利润(%)	6.7	39.1	12.0	16.8	18.8
归属于母公司净利润(%)	7.2	35.2	15.6	15.5	18.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.8	61.7	59.9	60.2	60.5
净利率(%)	14.1	16.1	16.2	16.0	16.0
ROE(%)	26.2	26.2	23.2	21.2	20.0
ROIC(%)	21.9	22.9	20.5	18.5	17.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.3	30.2	28.3	24.5	24.2
净负债比率(%)	-80.7	-71.3	-84.0	-82.3	-87.7
流动比率	2.2	2.5	2.8	3.3	3.5
速动比率	1.8	2.1	2.4	2.9	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.3	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	14.8	17.3	17.3	17.3	17.3
应付账款周转率	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.71	1.98	2.28	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	1.63	2.53	2.01	3.30
每股净资产(最新摊薄)	4.82	6.53	8.51	10.79	13.50
<b>估值比率</b>					
P/E	38.7	28.6	24.7	21.4	18.1
P/B	10.2	7.5	5.8	4.5	3.6
EV/EBITDA	30.8	22.5	18.9	15.7	12.4

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835