

# 国产燕麦龙头迎机遇，产品渠道双管齐下

首次覆盖

## ● 国产燕麦龙头，产品丰富遍布全国

公司是国产燕麦龙头(市占率超15%)，A股燕麦第一股。公司产品遍及全国各个地区，产品主要包括热冲类燕麦片和冷食燕麦片，其中主导产品纯燕系列和复合燕麦系列占比超96%，新品如燕麦脆、能量棒目前处于培育期。

## ● 公司核心竞争力

### 1) 品牌端：做强燕麦母品牌，开拓西澳阳光子品牌

1、西麦母品牌定位中老年和亚健康人群，产品线以燕麦为主的热食冲调主食燕麦；2、西澳阳光子品牌定位年轻人群，具有好吃、时尚、便捷特性。

### 2) 规模优势：产能利用率高，上游较强议价权

1、近三年产能利用率纯燕系列基本超100%，产销率超94%；复合燕麦超50%，有较大提升空间，产销率超96%；2、规模优势下采购成本近三年持续下降至1.66元/kg，燕麦粒前五大供应商占比持续下降至40%。

### 3) 渠道端：全渠道布局效率高，直营占比稳步提升

1、在全国共设8个业务大区，经销营收从2016年4.86亿增至2018年6.15亿，占比超70%，前十大经销商占比不到20%；2、直营营收从2016年1.4亿增至2018年2.28亿，占比从2016年22.35%提升至2018年27%。

## ● 未来增长点

1、产品端：切入万亿休闲食品板块，深耕休闲燕麦市场，预计2022年即食燕麦市场将达27亿元，未来三大品类八大产品布局，新品占比超2%，未来有望持续放量；

2、渠道端：向线上渠道拓展，公司募资超5000万用于线上渠道建设。线上营收从2016年66.37万元增至2018年5590.32万元，占比从2016年0.11%提升至2018年6.63%，未来占比有望提至10%以上。

## ● 盈利预测、估值与评级

我们看好公司产品切入休闲食品板块，渠道向线上拓展，预计线上占比将进一步提升。预测2020-2022年EPS为2.32/2.76/3.32元，当前股价对应PE分别为25/21/17倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：食品安全事故；新品放量不及预期；线上拓展不及预期；旺季销售不及预期

## 财务摘要和估值指标(2020年04月17日)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	851	973	1,132	1,331	1,579
增长率(%)	18.3	14.3	16.4	17.5	18.7
净利润(百万元)	137	157	186	221	265
增长率(%)	35.2	15.0	18.0	19.0	20.1
毛利率(%)	61.7	58.2	59.2	59.8	60.3
净利率(%)	16.1	16.2	16.4	16.6	16.8
ROE(%)	26.2	11.7	12.2	12.6	13.2
EPS(摊薄/元)	1.71	1.97	2.32	2.76	3.32
P/E	33.3	29.0	24.5	20.6	17.2
P/B	8.7	3.4	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年04月17日

## 推荐(首次评级)

孙山山(分析师)

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

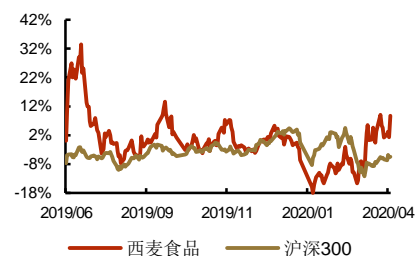
证书编号：S0280118100002

## 市场数据

时间 2020.04.17

收盘价(元):	56.99
一年最低/最高(元):	41.11/72.18
总股本(亿股):	0.8
总市值(亿元):	45.59
流通股本(亿股):	0.2
流通市值(亿元):	11.4
近3月换手率:	419.62%

## 股价一年走势



## 相关报告

### 盈利预测、估值与目标价、评级

公司产品主要分成纯燕系列、复合系列、其他主营业务等，我们预计 2020-2022 年公司营收增速分别为 16.4%、17.5%、18.7%，归母净利润增速分别为 18.0%、19.0%、20.1%。我们看好公司产品切入休闲食品板块，渠道向线上拓展，预计线上占比将进一步提升。预测 2020-2022 年 EPS 为 2.32/2.76/3.32 元，当前股价对应 PE 分别为 25/21/17 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 关键假设

- 1、考虑纯燕系列近三年保持稳健增长，我们预计未来三年增速分别为 15%、16%、17%；
- 2、虽然复合燕麦系列占比下降，公司已于 2019 年进行产品和渠道调整，我们预计未来三年增速分别为 19%、20%、21%；
- 3、考虑随着产能的逐步释放，其他主营业务（即新品类）将放量，我们预计未来三年增速分别为 20%、25%、30%。

### 我们与市场的观点的差异

- 1、当前市场对西麦食品解读的报告凤毛麟角，本篇深度报告分别从品牌端、规模优势、渠道端三方面对公司核心竞争力进行详细解读，关于这一点市场解读不多。
- 2、站在当下的时点，公司未来怎么走，本篇深度报告详细解读公司未来增长点，分别从产品端和渠道端进行具体分析，关于这一点市场解读不多。

### 股价上涨的催化因素

新品持续放量；线上渠道保持高增长；旺季销售超预期。

### 投资风险

食品安全事故；新品放量不及预期；线上拓展不及预期。

## 目 录

1、 公司概况：A 股燕麦第一股，产品丰富遍及全国	6
1.1、 回溯过去：精耕燕麦市场二十年，终成国产燕麦龙头	6
1.2、 聚焦当下：家族管理结构稳定，三大生产基地保产能	7
1.3、 再看业绩：业绩稳健增长，利润增速快于收入	8
2、 行业现状：量价齐升空间大，集中度有待提升	9
2.1、 美国是燕麦消费大国，欧美亚太地区位居前三甲	9
2.2、 中国市场稳健增长，量价均有较大提升空间	10
2.3、 行业集中度有待提升，西麦位于第一阵营	11
3、 核心竞争力：上游较强议价权，全渠道较高壁垒	13
3.1、 品牌端：做强燕麦母品牌，开拓西澳阳光子品牌	13
3.2、 规模优势：产能利用率高，上游较强议价权	14
3.2.1、 产能利用率高，纯燕系列基本满产	14
3.2.2、 采购成本逐年下降，上游较强议价权	14
3.3、 渠道端：全渠道布局效率高，直营占比稳步提升	16
3.3.1、 经销模式占主导，最大客户占比不到 10%	16
3.3.2、 直营占比稳步提升，自营电商表现出色	18
4、 未来增长点：产品切入休闲食品，渠道向线上拓展	19
4.1、 产品端：切入休闲食品板块，培育并扩大消费群体	19
4.1.1、 万亿休闲食品行业，即食燕麦市场空间较大	19
4.1.2、 未来三大品类八大产品，新品占比有望进一步提升	21
4.2、 渠道端：线上占比持续提升，新兴渠道提升知名度	22
4.2.1、 电子商务平稳发展，线上发展潜力较大	22
4.2.2、 线上低基数高增长，占比有望进一步提升	22
4.2.3、 募资 2.1 亿用于品牌及渠道，线上渠道展示提升知名度	23
5、 盈利预测及投资建议	25
5.1、 盈利预测	25
5.2、 估值水平	26
5.3、 投资建议	26
6、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

## 图表目录

图 1： 公司自 2001 年成立以来，稳扎稳打走到今天	6
图 2： 公司纯燕麦系列之有机燕麦片	7
图 3： 公司复合系列之西澳阳光牛奶燕麦片	7
图 4： 发行后公司家族持股仍旧集中，社会股占比 25%	8
图 5： 公司三大生产基地及一个国内原料基地	8
图 6： 公司燕麦粒主要采购西澳地区，占比 90%左右	8
图 7： 2014 年以来公司营收稳健增长	9
图 8： 2018 年以来公司利润增速快于收入增速	9
图 9： 公司纯燕麦系列营收占比一直超 55%	9
图 10： 纯燕系列稳中有升，复合系列逐步下降	9

图 11:	2017 年全球燕麦市场前三甲分别为美欧亚太 .....	10
图 12:	2018 年美国燕麦超百亿美元, 中国超十亿美元 .....	10
图 13:	中国谷物磨制业规模以上企业营收稳步增长 .....	10
图 14:	预计 2022 年中国早餐谷物市场规模超百亿元 .....	10
图 15:	网红休闲燕麦产品--王饱饱 .....	11
图 16:	网红休闲燕麦产品-香飘飘坚果水果溶豆麦片 .....	11
图 17:	中国人均消费燕麦相比欧美日本等较低 .....	11
图 18:	与日本相比, 中国的人均消费量不足四分之一 .....	11
图 19:	中国燕麦市场 CR5 占比不到 50% .....	12
图 20:	西麦于 2016 年被桂格反超, 屈居国内燕麦第二 .....	12
图 21:	中国燕麦市场 CR2 占超 30%, CR3 占比超 40% .....	12
图 22:	日本燕麦市场 CR2 占比近 67% .....	12
图 23:	公司早期推出面向中老年人的阳光早餐产品 .....	13
图 24:	定位休闲属性的西澳阳光之燕麦脆 .....	13
图 25:	近三年纯燕麦系列产能利用率基本超 100% .....	14
图 26:	近三年复合系列产能利用率超 50% .....	14
图 27:	近三年纯燕麦系列产销率超 94% .....	14
图 28:	近三年复合系列产销率超 96% .....	14
图 29:	公司 90%燕麦粒采购自海外, 主要是澳大利亚地区 .....	15
图 30:	2018 年公司采购成本中燕麦粒占比近 40%, 原材料和包装物合计占比近 70% .....	15
图 31:	近三年公司主要原材料采购价格持续下降 .....	15
图 32:	进口燕麦采购价远低于国产燕麦采购价 .....	15
图 33:	近三年公司燕麦粒前五大供应商占比持续下降 .....	16
图 34:	公司前五大燕麦粒供应商占比近 40% .....	16
图 35:	西麦人均创收近三年稳步增长, 2018 年人均创收近 37 万元 .....	17
图 36:	2018 年公司 8 个业务大区, 华东、华北及华中地区占比位列前三 .....	17
图 37:	近三年公司经销渠道占比持续下降, 2 年 CAGR 为 12.49% .....	17
图 38:	经销模式下, 2018 公司前十大经销商合计占比 19.30% .....	17
图 39:	商业折扣及市场推广费合计占比近三年稳定在 23% 左右 .....	18
图 40:	近三年公司直营渠道占比持续提升, 2 年 CAGR 为 27.62% .....	19
图 41:	直营模式下, 2018 公司前十大客户合计占比 16.48% .....	19
图 42:	2018 公司前十大经销商合计占比近 29%, 单个最大客户占比不到 10% .....	19
图 43:	预计 2020 年休闲食品行业规模将达 3 万亿 .....	20
图 44:	中国休闲食品人均消费额远低于欧美日等国 .....	20
图 45:	即食燕麦市场销量每年稳步增长 .....	20
图 46:	预计 2022 年即食燕麦市场销售额达 26.4 亿元 .....	20
图 47:	2019 年公司新品业务占比 1.95%, 未来占比有望进一步提升 .....	21
图 48:	中国电子商务规模持续扩大, 2018 年超 30 万亿 .....	22
图 49:	中国休闲食品人均消费额远低于欧美日等国 .....	22
图 50:	2013 年京东开设西麦官方旗舰店, 拥有粉丝超 60 万 .....	23
图 51:	2015 年天猫开设西麦官方旗舰店, 拥有粉丝超 90 万 .....	23
图 52:	近三年公司线上占比持续提升, 2018 年约 7%, 预计未来有望提升至 10% 以上 .....	23
图 53:	近三年公司线上保持高速增长, 低基数下高增长, 2018 年营收超 5590 万 .....	23
图 54:	李佳琦淘宝直播的西麦五色滋养燕麦片, 1 分钟卖光 1.5 万盒 .....	24
图 55:	小红书上宣传公司西澳阳光天猫旗舰店正式上线, 提升关注度 .....	24

图 56: 2020 年 3 月刚开设的西澳阳光天猫旗舰店, 从西麦旗舰店中独立出来 .....	25
表 1: 公司产品分为热冲类和冷食类 .....	6
表 2: 燕麦市场三大阵营 .....	12
表 3: 西麦主品牌坚实根基, 副品牌是发展动力引擎 .....	13
表 4: 燕麦粒采购价格对公司利润总额有近 1% 的影响 .....	15
表 5: 公司渠道分为线上和线下, 经销商渠道也分线上和线下 .....	16
表 6: 公司对经销商有一套完整的管理制度, 涉及选取标准、进货、存货、返利等政策 .....	18
表 7: 募集 2.25 亿用于燕麦食品产业化项目, 专注于休闲燕麦食品研发和推广 .....	22
表 8: 募资 2.1 亿主要用于品牌建设及营销渠道升级, 其中线上渠道投资约 5110 万, 线下渠道投资约 5450 万 .....	24
表 9: 2020E-2022E 西麦食品分产品预测表 .....	26
表 10: 可比公司估值 .....	26

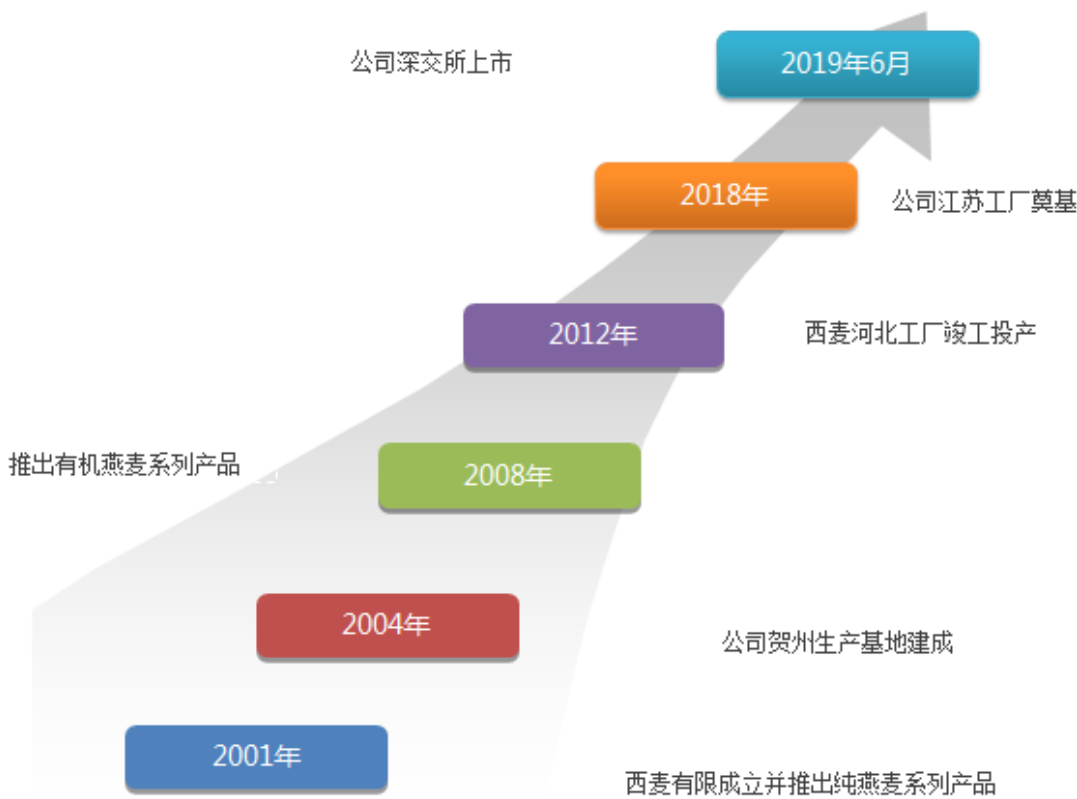
## 1、公司概况：A股燕麦第一股，产品丰富遍及全国

### 1.1、回溯过去：精耕燕麦市场二十年，终成国产燕麦龙头

西麦食品的前身西麦有限成立于2001年，坐落于广西壮族自治区桂林市，于2019年6月深交所上市，成为国内A股燕麦第一股。公司是全国最早致力于推广澳洲优质燕麦概念的麦片企业，精耕燕麦市场近二十年。目前除港澳台地区外，公司在其余省份均有经销商，省会中心城市及地级市全面覆盖经销商，重点县级城市基本覆盖经销商，产品销售遍及全国各地。

经过不懈努力，公司成为国产燕麦企业龙头（市占率15%左右），长期处于国内燕麦市场第一梯队，国内市占率仅次于国际品牌桂格。

图1：公司自2001年成立以来，稳扎稳打走到今天



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司主要产品分为热冲类燕麦片和冷食燕麦片，热冲系列分为纯燕系列以及复合营养系列，冷食系列包括燕麦脆系列以及烘焙系列、能量棒系列。

表1：公司产品分为热冲类和冷食类

公司产品	具体分类	代表产品
热冲类	纯燕系列	有机燕麦、绿色燕麦
热冲类	复合系列	西澳阳光牛奶燕麦、平衡滋养燕麦系列、中老年营养燕麦系列等
冷食类	休闲食品属性	燕麦脆、烘焙燕麦、能量棒系列

资料来源：招股说明书，年报，新时代证券研究所

其中纯燕系列主要包括绿色燕麦片系列和有机燕麦片系列（国产燕麦），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。从包装形态上分，又可分为袋装、罐装、礼盒装。

图2： 公司纯燕麦系列之有机燕麦片



资料来源：京东商城，新时代证券研究所

图3： 公司复合系列之西澳阳光牛奶燕麦片

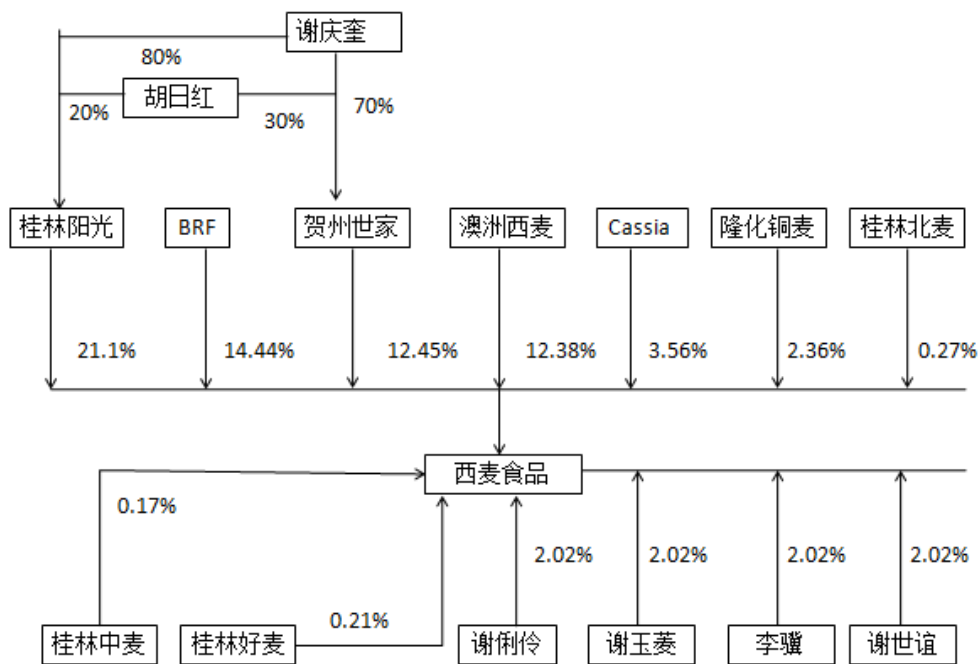


资料来源：京东商城，新时代证券研究所

## 1.2、 聚焦当下： 家族管理结构稳定， 三大生产基地保产能

公司是家族管理企业，股权相对集中。公司管理层主要由家族人员担任，其中谢庆奎任公司董事长、总经理，其女儿谢金菱任公司董事、董秘、副总。发行前，包括谢庆奎、胡日红、谢俐伶、谢金菱及李骥在内的实控人合计持股 69.77%，另谢玉菱和谢世谊为实控人的一致行动人，实际控制人及一致行动人合计持股 75.15%。由于公司管理层与股东利益高度一致，我们认为这利于公司管理层稳定，利于公司规划并实施长期战略。

图4: 发行后公司家族持股仍旧集中, 社会股占比 25%



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

公司自成立以来, 高度重视产业布局, 先后在广西贺州、河北定兴及江苏宿迁分别成立三大生产基地, 目前贺州和定兴生产基地已投产, 宿迁生产基地预计 2020 年上半年投产, 三大生产基地有效保障公司未来发展。此外, 公司原料燕麦粒主要从澳洲进口 (占比 90%左右), 国内采购主要河北张家口原料基地。

图5: 公司三大生产基地及一个国内原料基地



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

图6: 公司燕麦粒主要采购西澳地区, 占比 90%左右



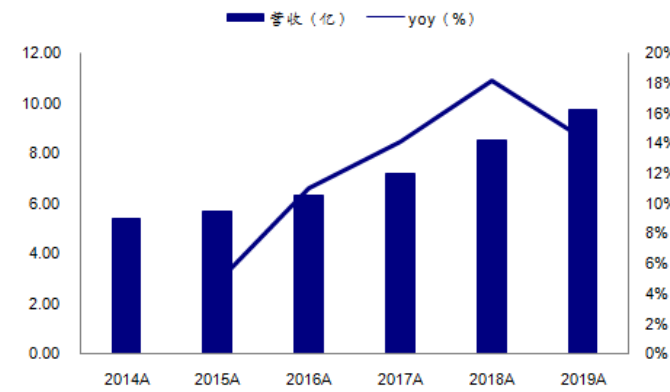
资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

### 1.3、再看业绩: 业绩稳健增长, 利润增速快于收入

随着近些年来, 消费者的健康意识觉醒, 燕麦作为有营养的谷物食品受到消费者的重视, 进而带来公司业绩的稳健增长。公司营收从 2014 年 5.42 亿增至 2019 年 9.73 亿, 5 年 CAGR 为 12.41%; 归母净利润从 2014 年 0.6 亿增至 2019 年 1.57

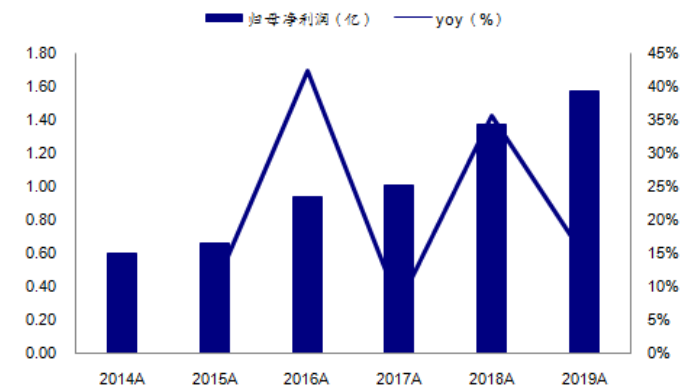
亿，5年CAGR为21.21%。

图7：2014年以来公司营收稳健增长



资料来源：wind，新时代证券研究所

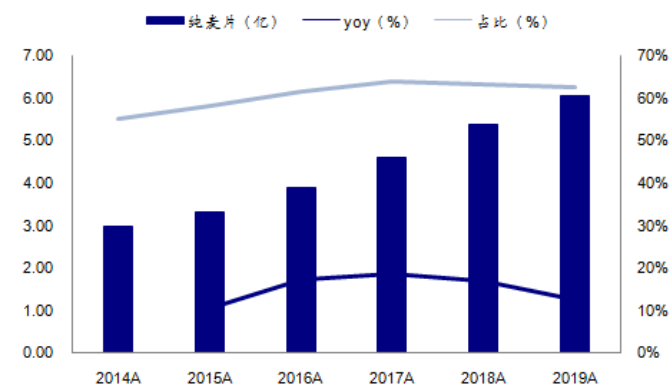
图8：2018年以来公司利润增速快于收入增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

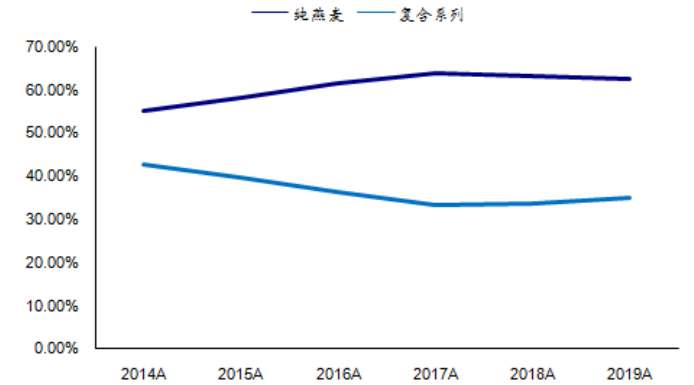
分业务来看，公司纯燕麦系列贡献最大，也是公司最早开发产品，其占从2014年55.17%提升至2019年62.38%，复合系列占比从2014年42.80%下降至2019年34.84%。公司新品业务当前处在拓展期，其占比稳步提升（从2014年1.66%提升至2019年1.95%），未来有望持续放量。

图9：公司纯燕麦系列营收占比一直超55%



资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

图10：纯燕麦系列稳中有升，复合系列逐步下降



资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

## 2、行业现状：量价齐升空间大，集中度有待提升

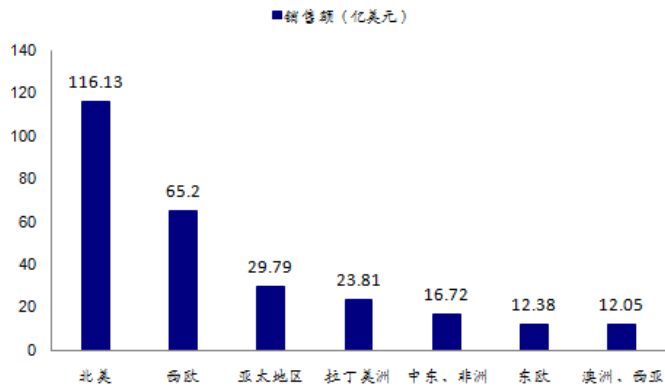
### 2.1、美国是燕麦消费大国，欧美亚太地区位居前三甲

燕麦被作为食品搬上餐桌，起源于19世纪的美国，由美国人费迪南·舒马赫（被誉为“燕麦之王”）开始向市场宣传推广燕麦早餐，靠着低廉的价格，和极强的“抗饿力”，燕麦逐渐成为美国大众早餐的主流。

目前，全球燕麦主产区主要分布在俄罗斯、加拿大、澳大利亚、中国、美国、芬兰等国家。全球燕麦市场中，北美、西欧及亚太地区的终端销售规模位居前三。据欧睿数据显示，2017年北美地区、西欧地区及亚太地区销售额分别为116亿、65.20亿及29.72亿美元。其中，2018年美国销售额为106.31亿美元（消费燕麦大

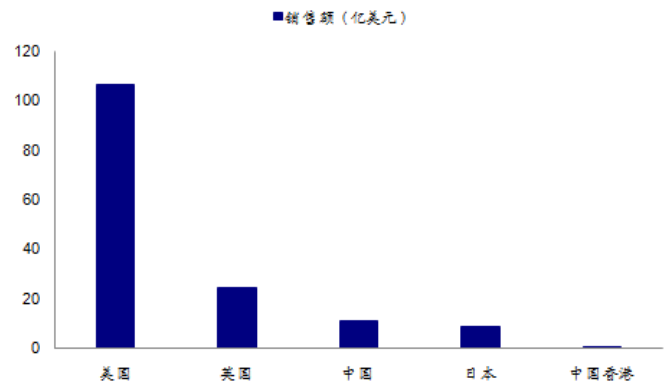
国), 中国为 10.83 亿美元, 仅次于英国 24.18 亿美元。

图11: 2017 年全球燕麦市场前三甲分别为美欧亚太



资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

图12: 2018 年美国燕麦超百亿美元, 中国超十亿美元

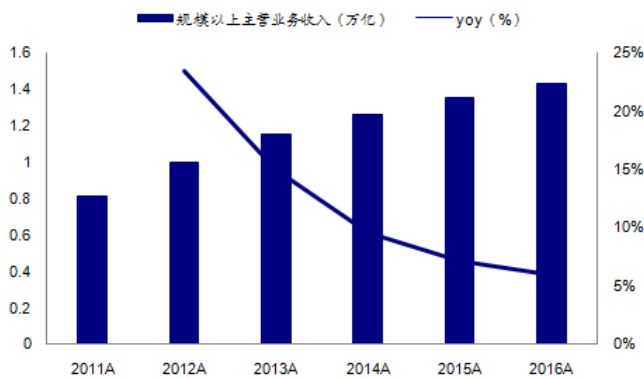


资料来源: 欧睿, 招股说明书, 年报新时代证券研究所

## 2.2、中国市场稳健增长, 量价均有较大提升空间

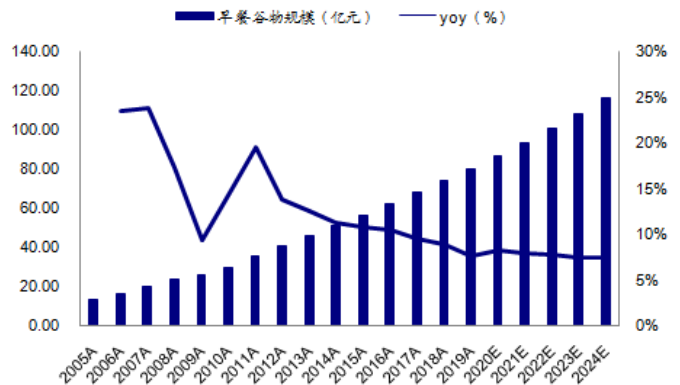
燕麦属于谷物食品的一种, 而谷物食品作为食品中的一大类, 在中国膳食中占有重要的地位。根据《中国工业统计年鉴》数据, 中国谷物磨制业规模以上企业的主营业务收入由 2011 年的 0.81 万亿元增至 2016 年的 1.43 万亿元, 5 年 CAGR 为 12.04%。而中国早餐谷物市场规模从 2005 年 13.31 亿元增至 2018 年超 74 亿元, 13 年 CAGR 为 14.13%, 预计 2022 年将超 100 亿元, 未来五年将保持大个位数增长。

图13: 中国谷物磨制业规模以上企业营收稳步增长



资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

图14: 预计 2022 年中国早餐谷物市场规模超百亿元



资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

此外, 伴随着人均收入的提高, 消费升级持续推进, 我国休闲食品市场规模目前超万亿。由于休闲燕麦食品属于休闲食品, 因此将受益于休闲食品行业的扩张, 特别是其中烘焙类的燕麦饼干、燕麦面包和膨化类的燕麦片、燕麦条等, 口感和风味独特, 已在市场上得到推广, 我们认为将获得良好的发展机遇。

图15: 网红休闲燕麦产品--王饱饱



资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

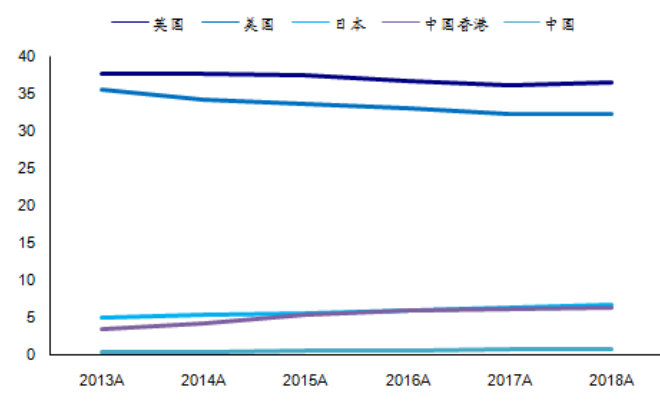
图16: 网红休闲燕麦产品-香飘飘坚果水果溶豆麦片



资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

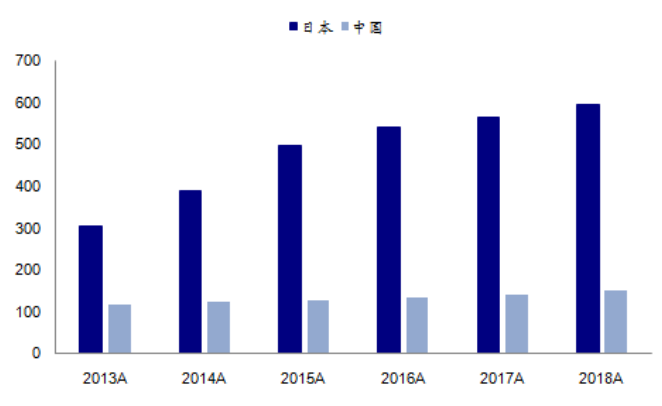
中国早餐谷物市场规模虽然大, 但人均消费量和价比较低, 远低于欧美, 也低于同期与中国饮食相近的日本和中国香港地区。从价的角度来看, 2018 年中国燕麦市场人均消费金额仅为 0.78 美元, 低于同期美国的 32.27 美元和英国的 36.53 美元, 也低于同期的中国香港的 6.30 美元及日本的 6.72 美元, 未来有很大提升空间。从量的角度来看, 我们与饮食习惯相近的日本相比, 中国人均消费量从 2013 年的 117g 增至 2018 年 150g, 而日本则从 2013 年 304g 增至 2018 年 594g, 我们认为后续随着燕麦产品的普及及消费者群体培养, 中国人均消费量未来有望超 200g。

图17: 中国人均消费燕麦相比欧美日本等较低



资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

图18: 与日本相比, 中国的人均消费量不足四分之一



资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

### 2.3、行业集中度有待提升, 西麦位于第一阵营

当前随着行业规模逐步扩大, 不少企业纷纷入局, 共同做大蛋糕。当前燕麦食品行业形成三大阵营: 第一阵营主要是品牌知名度高的企业, 以桂格、西麦、雀巢等为代表, 营销渠道遍布全国, 属于全国性燕麦食品企业, 他们原料供应有保障, 产品品类丰富, 市场竞争力强, 具备较强的市场竞争能力, 享有较高的市场份额;

第二阵营主要是区域性燕麦食品企业如皇室、金味，大本营经营良好，区域经营突出，拥有较强市场竞争能力，获得一定的市场份额；第三阵营主要是地方性小企业，数量众多，缺乏自主品牌和渠道，市场份额较小。

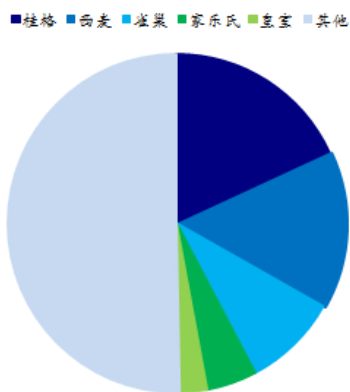
表2: 燕麦市场三大阵营

三大阵营	地位	代表产品
第一	全国性品牌	桂格、西麦、雀巢等
第二	区域性品牌	皇室、金味、早早麦等
第三	市占率最低	地方型小企业

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

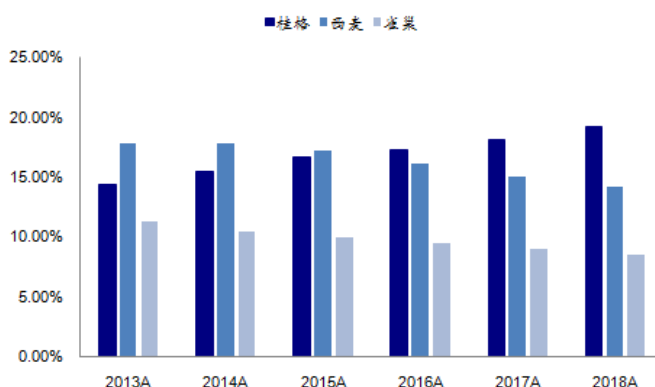
目前中国燕麦企业前三甲分别为桂格、西麦及雀巢。据欧睿统计, 2017年燕麦市场前五名分别是桂格、西麦、雀巢、家乐氏及皇室, 其市占率分别为 18.10%、15.10%、9.10%、4.80%及 2.60%, CR5 占比约 50%。而 CR2 占比从 2013 年 32.3% 提升至 2018 年 33.5%, 与日本燕麦市场 CR2 的 66.5% 相比, 我们认为未来行业集中度有较大提升空间。

图19: 中国燕麦市场 CR5 占比不到 50%



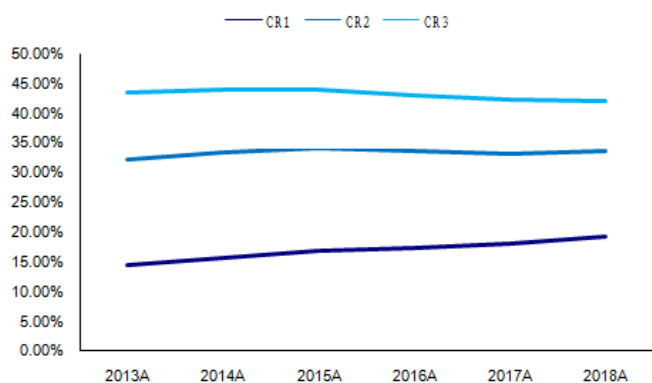
资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

图20: 西麦于 2016 年被桂格反超, 屈居国内燕麦第二



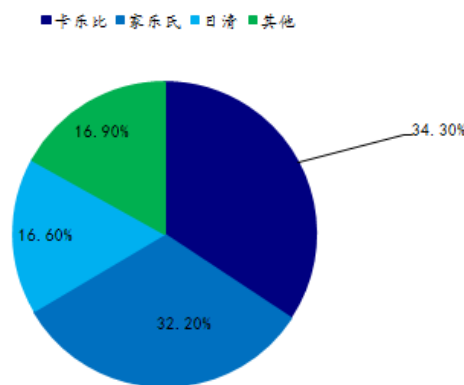
资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

图21: 中国燕麦市场 CR2 占超 30%, CR3 占比超 40%



资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

图22: 日本燕麦市场 CR2 占比近 67%



资料来源: 欧睿, 招股说明书, 新时代证券研究所

### 3、核心竞争力：上游较强议价权，全渠道较高壁垒

#### 3.1、品牌端：做强燕麦母品牌，开拓西澳阳光子品牌

目前公司有母子两个品牌，其中“西麦”是公司母品牌，“西澳阳光”是子品牌。成立之初，公司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。经过近二十年的耕耘，西麦品牌已在中老年群体中形成良好口碑效应。西麦主品牌定位中老年和亚健康人群，产品线是以燕麦为主的热食冲调主食燕麦，包括作为主食的纯燕、复合等，重点突出产品品质和健康理念。

**表3：西麦主品牌坚实根基，副品牌是发展动力引擎**

品牌	目标群体	理念	代表产品
西麦（母品牌）	中老年和亚健康人群	突出产品品质和健康理念	纯燕系列、复合系列等
西澳阳光（子品牌）	年轻群体	承载新产品体验平台，拓宽更多产品线	燕麦脆、烘焙燕麦、能量棒等

资料来源：wind，招股说明书，新时代证券研究所

随着公司的发展壮大，公司不仅仅满足于开发中老年人产品，开始将目光向年轻消费群体。在这样的背景下，公司开发出西澳阳光子品牌，定位年轻人群，具有好吃、时尚、便捷特性，是针对年轻化受众，承载新产品体验的品牌平台，帮助拓宽公司更多产品线。

公司将西麦品牌塑造成燕麦领域营养专家形象，而西澳阳光则更显年轻化，打造西麦燕麦家族的阳光青年形象。公司对两者在消费群体、运营模式、推广方式等采取不同策略。

**图23：公司早期推出面向中老年人的阳光早餐产品**



资料来源：公司官网，招股说明书，新时代证券研究所

**图24：定位休闲属性的西澳阳光之燕麦脆**



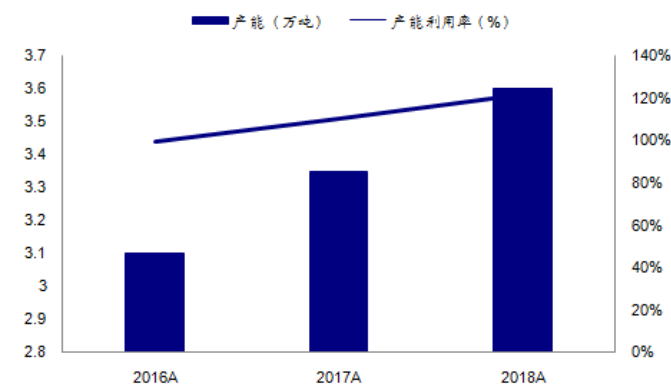
资料来源：公司官网，招股说明书，新时代证券研究所

## 3.2、规模优势：产能利用率高，上游较强议价权

### 3.2.1、产能利用率高，纯燕系列基本满产

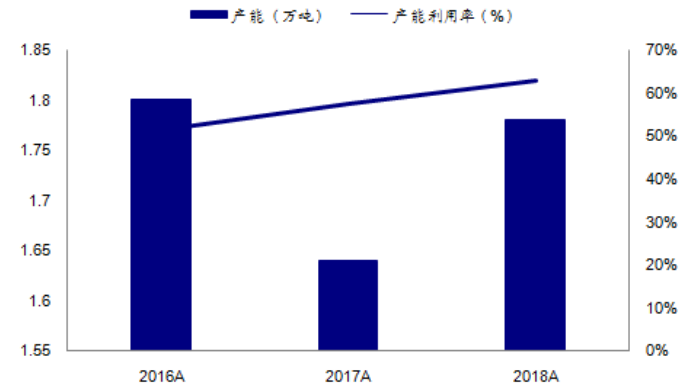
西麦作为国产燕麦食品龙头，规模化生产使其具有规模优势，对上下游具有较强的议价权，能够降低上游采购成本和提升对下游的管理能力。而新进企业短期内无法形成规模、成本、效率等多方面协同效应，燕麦行业具有较高的规模和资金壁垒。

图25：近三年纯燕麦系列产能利用率基本超100%



资料来源：wind，招股说明书，新时代证券研究所

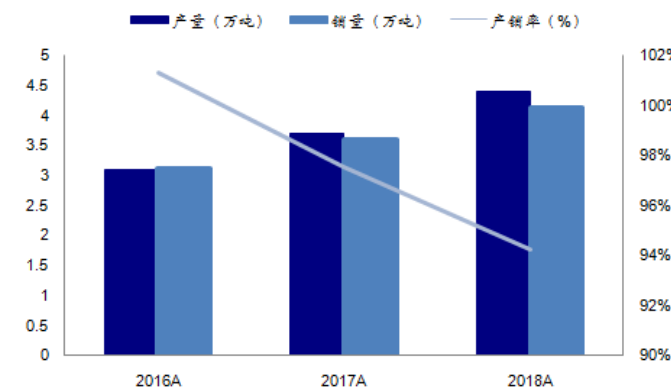
图26：近三年复合系列产能利用率超50%



资料来源：wind，招股说明书，新时代证券研究所

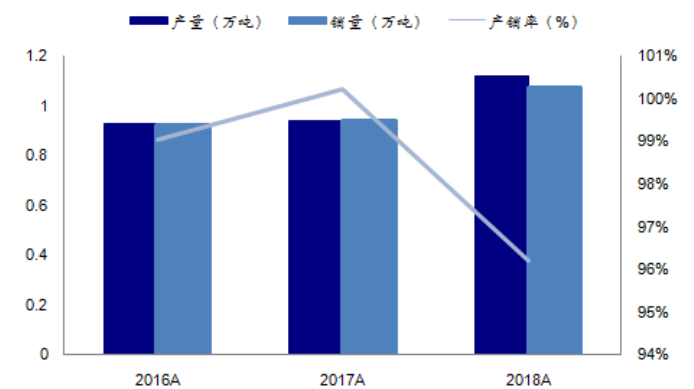
纯燕麦作为公司传统产品，其产能利用率近三年基本超100%，产销率超94%；复合燕麦产品产能利用率近三年超50%，还有较大提升空间，产销率超96%。

图27：近三年纯燕麦系列产销率超94%



资料来源：wind，招股说明书，新时代证券研究所

图28：近三年复合系列产销率超96%



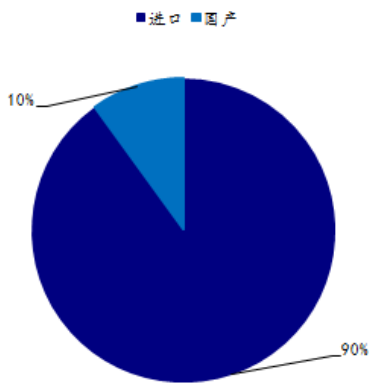
资料来源：wind，招股说明书，新时代证券研究所

纯燕麦作为公司传统产品，其产能利用率近三年基本超100%，产销率超94%；复合燕麦产品产能利用率近三年超50%，还有较大提升空间，产销率超96%。

### 3.2.2、采购成本逐年下降，上游较强议价权

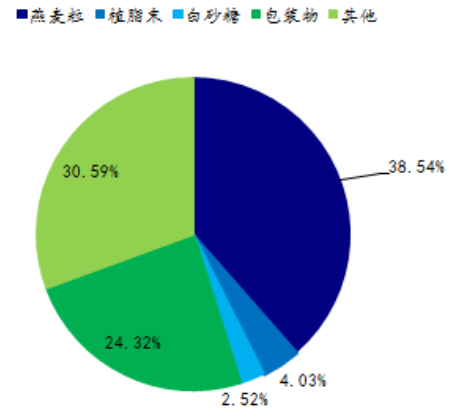
公司成本主要包括以燕麦粒为主的原材料、包材及能源等，其中原材料占比约45%左右，包材占比超24%，其中燕麦粒占比39%左右，近三年采购均价持续下降，2016-2018年采购均价分别为2.32、1.85、1.66元/kg。

图29: 公司 90%燕麦粒采购自海外, 主要是澳大利亚地区



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

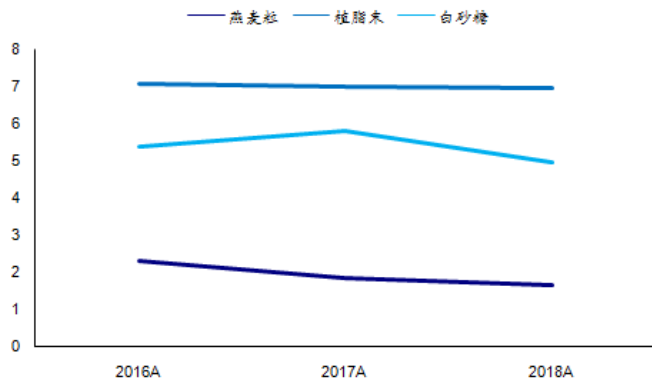
图30: 2018 年公司采购成本中燕麦粒占比近 40%, 原材料和包装物合计占比近 70%



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

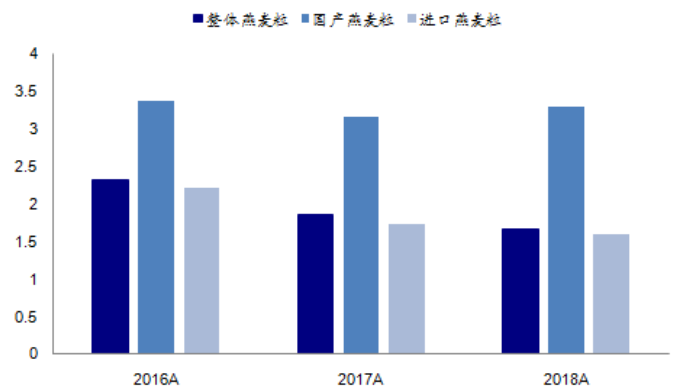
公司 90%燕麦粒采自海外, 主要是澳大利亚, 澳大利亚燕麦种植面积一直较为平稳, 燕麦品质得到许多国家认可, 成为全球食用燕麦主要的出口国之一。

图31: 近三年公司主要原材料采购价格持续下降



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

图32: 进口燕麦采购价远低于国产燕麦采购价



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

此外, 燕麦粒采购价格波动对公司利润有一定影响。我们假设在其他因素不变的情况下, 燕麦粒平均采购价格每变动 1%, 对利润总额将有 1% 的影响。

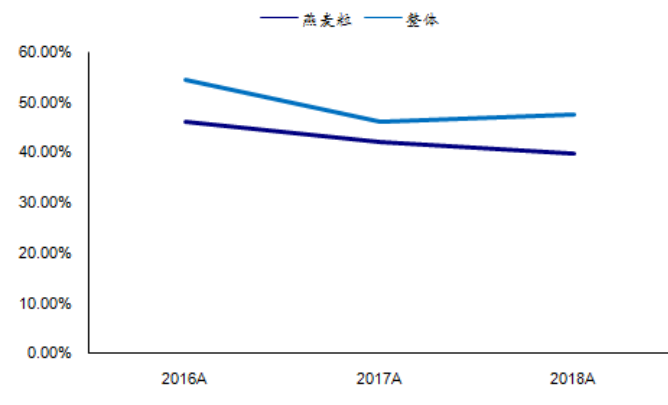
表4: 燕麦粒采购价格对公司利润总额有近 1% 的影响

项目	2016A	2017A	2018A
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
营业毛利变动幅度	0.33%	0.28%	0.24%
利润总额变动幅度	1.06%	1.07%	0.82%

资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

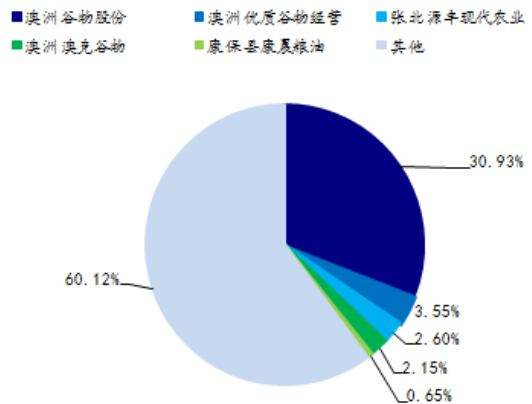
近三年公司主要原料燕麦粒前五大供应商占比持续下降，从2016年46.25%下降至2018年39.88%；整体采购前五大供应商占比也持续下降，从2016年54.40%下降至2018年47.46%。

**图33: 近三年公司燕麦粒前五大供应商占比持续下降**



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

**图34: 公司前五大燕麦粒供应商占比近40%**



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

### 3.3、渠道端：全渠道布局效率高，直营占比稳步提升

燕麦食品行业营销渠道主要有线下和线上渠道。线下渠道主要有两类：一类是大型连锁商超，大型连锁商超占据零售行业的高端渠道，在产业链中居于强势地位，进入门槛较高。另一类小型超市、便利店或食品零售店等，该类渠道要求相对宽松，但规模效益小，维护难度较大且成本较高，对企业的管理和资金实力要求较高。线上渠道主要涵盖几大主流电商平台以及企业各自搭建线上销售平台，是燕麦食品行业营销渠道重要的发展方向。

**表5: 公司渠道分为线上和线下，经销商渠道也分线上和线下**

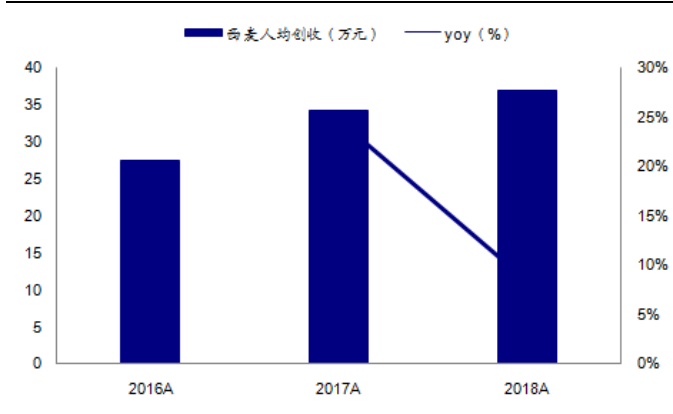
渠道	渠道	代表渠道
经销商	线上渠道	天猫、京东、拼多多
	线下渠道	北京朝批等
直营模式	线上渠道	天猫、京东、拼多多
	线下渠道	沃尔玛中国、家家悦、苏果等

资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

#### 3.3.1、经销模式占主导，最大客户占比不到10%

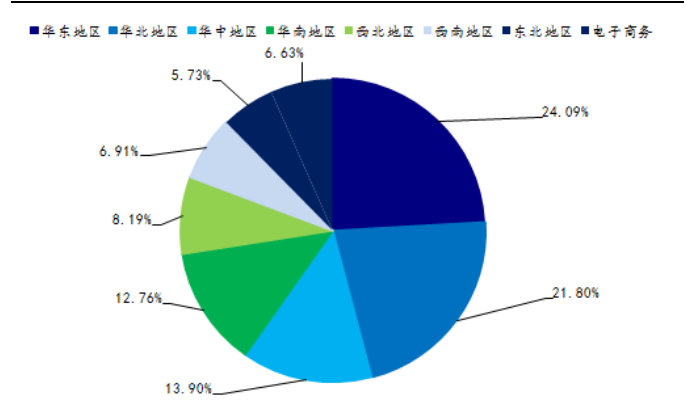
公司销售模式主要包括经销模式与直营模式，主要以经销模式为主。经销商销售渠道以商超渠道为主，终端门店约有5万个，其他主要渠道还包括电商渠道和二次批发及零售渠道等。经销渠道营收从2016年4.86亿增至2018年6.15亿，2年CAGR为12.49%，其占比从2016年77.65%下降至2018年73%。经销模式下，公司前十大经销商占比从2016年19%小幅提升至2018年19.30%，最大经销商深圳怡亚通占比不到10%。

图35: 西麦人均创收近三年稳步增长, 2018 年人均创收近 37 万元



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

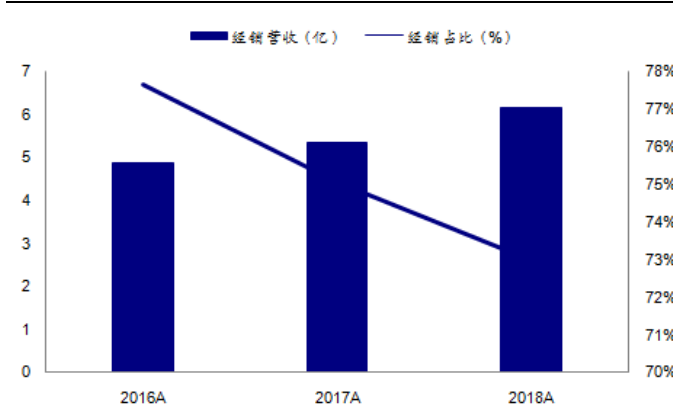
图36: 2018 年公司 8 个业务大区, 华东、华北及华中地区占比位列前三



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

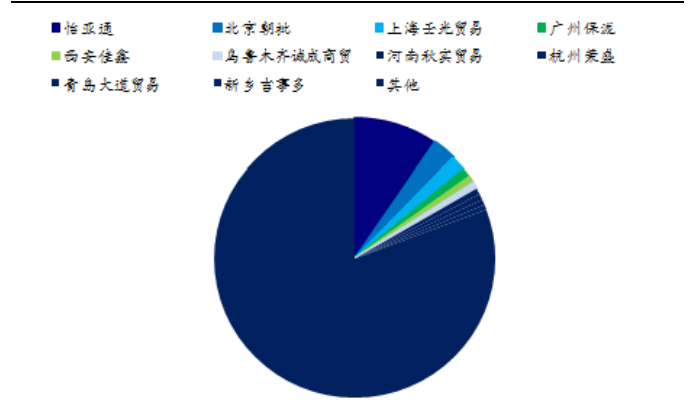
公司在全国共设立 8 个业务大区, 与区域内经销商建立稳定的合作关系。目前除港澳台外, 其余省份均有经销商。省会中心城市及地级市全面覆盖经销商, 重点县级城市基本覆盖经销商, 重点地级市的经销商按照渠道划分, 非重点城市和县城按照区域划分。部分城市, 经销商已覆盖到三四线城市及乡镇。

图37: 近三年公司经销渠道占比持续下降, 2 年 CAGR 为 12.49%



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

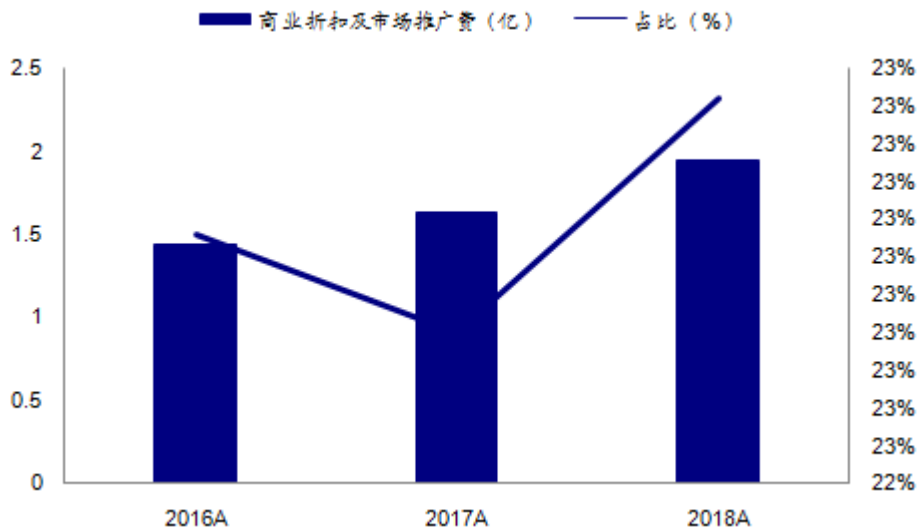
图38: 经销模式下, 2018 公司前十大经销商合计占比 19.30%



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

公司对经销商有一套完整的管理制度, 从选取标准到市场推广。公司对表现出色的经销商给予商业折扣, 商业折扣从 2016 年 6008 万元下降至 2018 年 5955 万元, 市场推广费从 2016 年 8364 万元增至 2018 年 13581 万元, 系公司为简化财务核算流程, 在与客户的商业谈判中鼓励客户减少以商业折扣的方式而尽量采用直接抵扣货款的方式兑现公司所给予的市场推广活动支持。两者合计金额在 2016 年-2018 年分别为 1.44 亿、1.63 亿、1.95 亿元, 占比分别为 22.78%、22.65%、22.96%, 基本稳定。

图39: 商业折扣及市场推广费合计占比近三年稳定在 23%左右



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

表6: 公司对经销商有一套完整的管理制度, 涉及选取标准、进货、存货、返利等政策

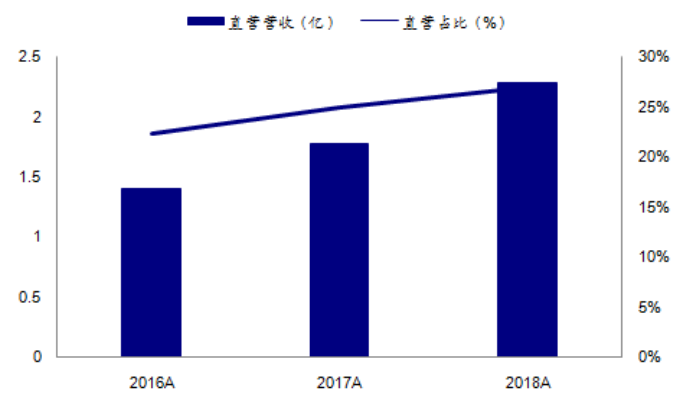
序号	对经销商管理政策	具体内容
1、	经销商选取标准	与公司理念、执行公司营销策略和销售政策等标准
2、	存货管理	对经销商库存管理并建立对经销商库存的提报及盘点制度
3、	窜货管理	对经销商销售区域范围进行授权, 对销售给经销商产品均设置产品批号, 以监控产品市场流向
4、	对账管理	公司建立与经销商的账务核对机制, 每月 15 日对账
5、	考核管理	考核目标主要包括经销商的销售金额、终端市场和费用管理、出货周转率等指标
6、	定价机制	对于经销商供货价以及终端售价, 公司规定经销商必须遵循公司设定的产品价格体系进行销售
7、	运费承担	公司负责将货物运送至经销商指定地点, 与之相关的运输费用由公司承担
8、	保证金缴纳比例	根据规定, 对部分经销商收取 2000 元至 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	针对经销商销售目标完成情况制定相关的返利政策, 包括固定返利 (月、季、年度)、不退换奖励
11、	市场推广补贴	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, 以商业折扣方式在后续订单中予以兑现

资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

### 3.3.2、直营占比稳步提升, 自营电商表现出色

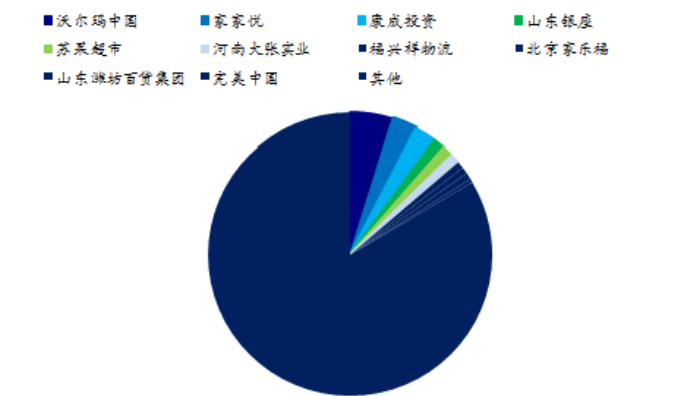
公司直营模式主要是指公司直接与部分大中型商超签订销售合同达成购销关系, 约定供货方式、结算方式等, 公司根据其采购订单配送货物, 由各商超直接向终端消费者销售产品的销售模式。公司直营营收从 2016 年 1.4 亿增至 2018 年 2.28 亿, 2 年 CAGR 为 27.62%, 占比从 2016 年 22.35% 提升至 2018 年 27%。直营模式下, 公司前十大经销商占比从 2016 年 18.20% 下降至 2018 年 16.48%, 最大直营客户沃尔玛中国占比不到 5%。

图40: 近三年公司直营渠道占比持续提升,2年 CAGR 为 27.62%



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

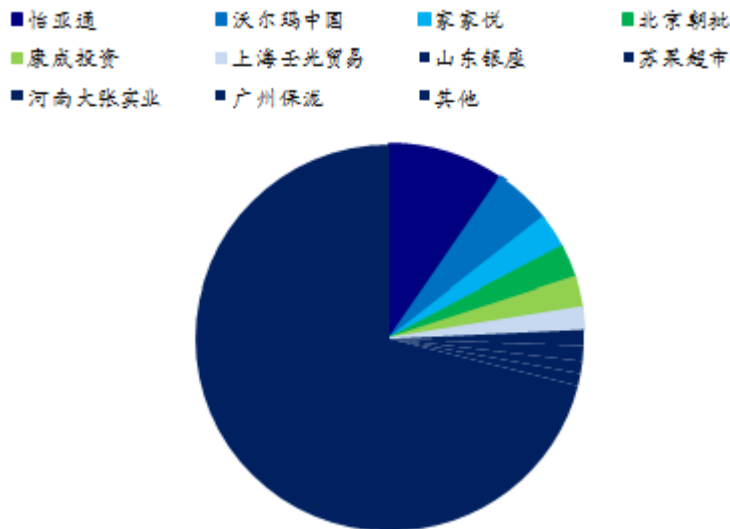
图41: 直营模式下, 2018 公司前十大客户合计占比 16.48%



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

直营模式还包括自营电商以及 B2B 模式, 其中自营电商是指发行人通过自营电商平台直接对外销售产品, 而 B2B 模式指的是公司直接与部分食品类企业签订销售合同销售部分燕麦片半成品及配料等, 公司根据其采购订单配送货物。

图42: 2018 公司前十大经销商合计占比近 29%, 单个最大客户占比不到 10%



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

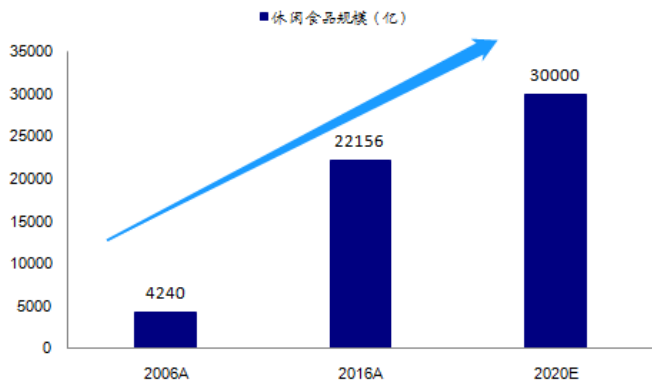
## 4、未来增长点: 产品切入休闲食品, 渠道向线上拓展

### 4.1、产品端: 切入休闲食品板块, 培育并扩大消费群体

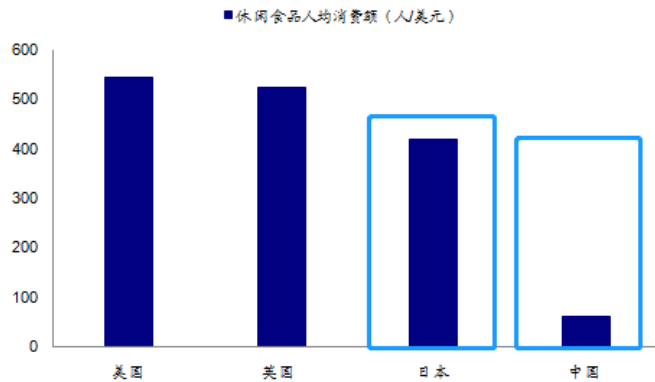
#### 4.1.1、万亿休闲食品行业, 即食燕麦市场空间较大

前文已详细说明公司开拓西澳阳光副品牌的原因, 这里不赘述。我们认为公司

当前战略清晰，开拓副品牌西澳阳光，切入休闲食品板块，开发面向年轻消费群体的休闲燕麦食品。据中国食品工业协会数据显示，从 2006 年的 4240.36 亿元增长至 2016 年的 22156.4 亿元，10 年 CAGR 为 17.98%，预计到 2020 年零食行业总产值规模将达 3 万亿元。据欧睿数据显示，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。

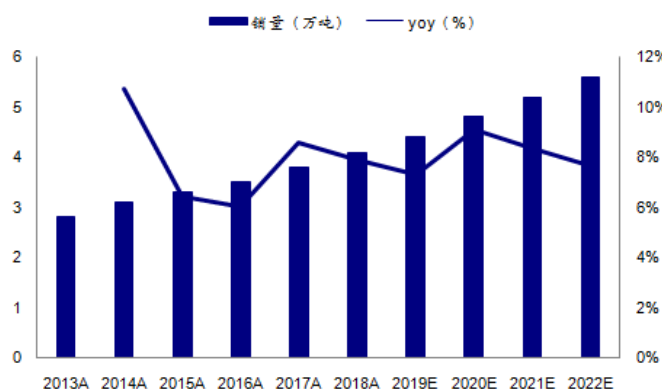
**图43: 预计 2020 年休闲食品行业规模将达 3 万亿**


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

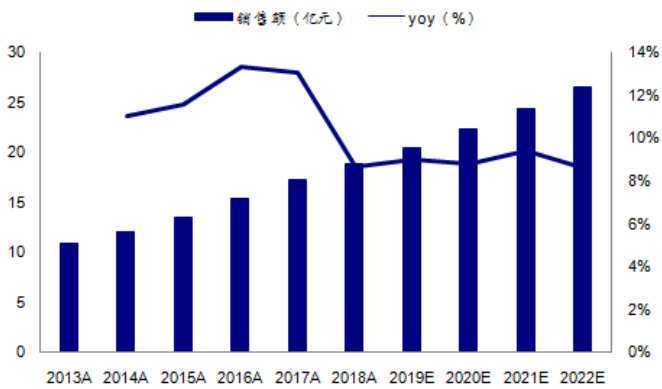
**图44: 中国休闲食品人均消费额远低于欧美日等国**


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

休闲燕麦板块作为休闲食品的子行业将持续受益于行业扩容。休闲燕麦食品，如烘焙类的燕麦饼干、燕麦面包和膨化类的燕麦片、燕麦条等，口感和风味独特，已在市场上得到推广并得到消费者青睐，我们认为将得到良好的发展机遇。

**图45: 即食燕麦市场销量每年稳步增长**


资料来源：前瞻产业网，新时代证券研究所

**图46: 预计 2022 年即食燕麦市场销售额达 26.4 亿元**


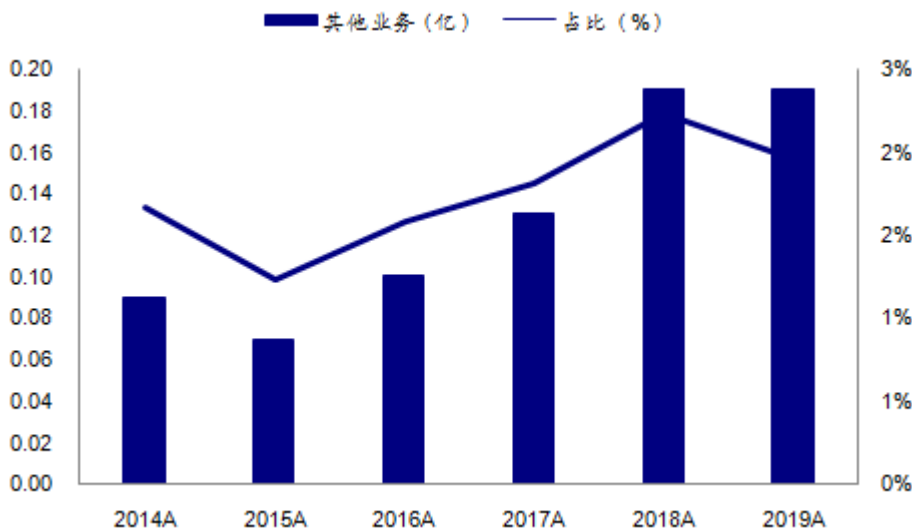
资料来源：前瞻产业网，新时代证券研究所

据前瞻产业网报道，中国即食燕麦市场近几年增长迅速，反映出休闲燕麦市场未来潜力较大。即食燕麦总销量从 2013 年 2.8 万吨增至 2018 年 4.1 万吨，预计 2022 年销量将达到 5.6 万吨，而对应的销售额从 2013 年 10.9 亿增至 2018 年 18.8 亿，预计 2022 年将达到 26.5 亿元。

#### 4.1.2、未来三大品类八大产品，新品占比有望进一步提升

公司于 2020 年正式推出面向年轻消费群体的子品牌“西澳阳光”并在天猫单独开设旗舰店。西澳阳光主打以燕麦为核心的休闲食品，主要包括以燕麦为主的冷食早餐、休闲产品（烘焙、膨化、混合燕麦等），产品结构包含冷食谷物早餐、休闲燕麦零食、Bar 棒系列等方向。目前公司已经推出燕麦脆、能量棒（2020 年 3 月推出，有酸奶蔓越莓和可可坚果两种口味），2020 年规划将推出 20 余款新品。目前公司产品储备有 8 个方向，已储备超 80 个新品。新品业务营收从 2014 年 0.09 亿增至 2019 年 0.19 亿，5 年 CAGR 为 16.12%。

图47： 2019 年公司新品业务占比 1.95%，未来占比有望进一步提升



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司招股书中计划募集 2.25 亿用于燕麦食品产业化项目，对公司**未来三大品类八大产品进行详细规划**，目前河北定兴生产基地二期已于 2019 年 10 月下旬投产（定兴二期建有布勒挤压膨化生产线，该生产线拥有高度自动化的操作系统，可实现柔性化生产，同线生产即食谷物，混合坚果、果干的营养复合燕麦片，以满足消费者对口感、营养的多重追求），宿迁生产基地预计将于 2020 年上半年投产，我们认为随着以上两个生产基地陆续投产，这将利于公司加快推进休闲燕麦产品的开发及推广，未来新品类有望持续放量。

**表7: 募集 2.25 亿用于燕麦食品产业化项目, 专注于休闲燕麦食品研发和推广**

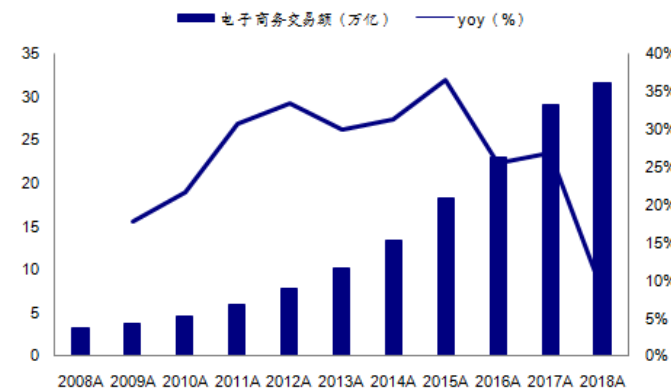
品类	计划产能	代表产品	所处阶段
休闲燕麦食品	2080 万袋 (条)	烘焙燕麦	小批量生产
		燕麦谷物棒	还未生产
		燕麦膨化谷物脆片	小批量生产
		燕麦乳饮料	还未生产
燕麦饮料	7200 万瓶	燕麦乳酸菌饮料	还未生产
		燕麦清汁饮品	还未生产
		发酵燕麦酸奶	还未生产
燕麦片及主食燕麦食品	1.6 万吨	燕麦片及主食燕麦	小批量生产

资料来源: 天猫商城, 招股说明书, 新时代证券研究所

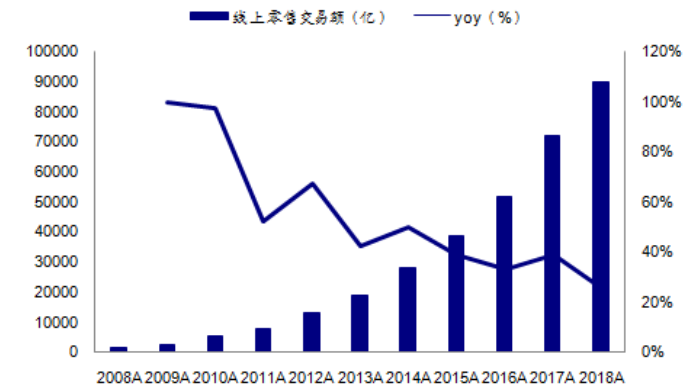
## 4.2、渠道端: 线上占比持续提升, 新兴渠道提升知名度

### 4.2.1、电子商务平稳发展, 线上发展潜力较大

随着我国经济的快速发展中, 居民人均可支配收入不断提高。线上购物成为一种趋势, 据《中国互联网络发展状况统计报告》显示, 截至 2017 年底, 我国网络购物用户规模达到 5.33 亿, 占网民比例为 69.1%。据《中国电子商务报告》数据, 中国电子商务交易总额从 2008 年 3.14 万亿增至 2018 年 31.63 万亿, 2008-2018 年这十年期间增长 10 倍, 10 年 CAGR 为 26%。而网上零售规模也从 2008 年的 0.13 万亿元增至到 2018 年 9 万亿元, 10 年 CAGR 为 53%。

**图48: 中国电子商务规模持续扩大, 2018 年超 30 万亿**

资料来源: 中国电子商务报告, 新时代证券研究所

**图49: 中国休闲食品人均消费额远低于欧美日等国**

资料来源: 前瞻产业网, 新时代证券研究所

### 4.2.2、线上低基数高增长, 占比有望进一步提升

公司对线上渠道比较重视, 早在 2013 年便布局线上渠道, 同年京东开设西麦旗舰店, 随后于 2015 年在天猫开设官方旗舰店, 2017 年公司杭州成立西麦电商事业部, 同年公司线上销售额首次超 1 亿元。2018 年以前, 公司简单依靠品类增速, 或者借助站内、站外引流手段实现销售增长, 但粉丝粘度不够。未来将进一步加大线上推广力度, 做好会员的精细化管理, 进一步加强粘度、复购率。

图50: 2013年京东开设西麦官方旗舰店, 拥有粉丝超60万



资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

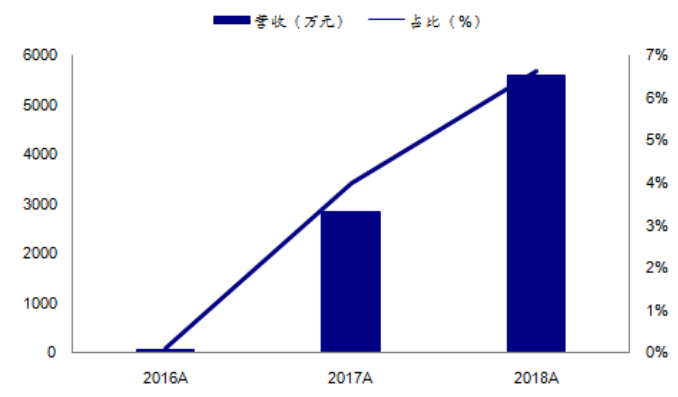
图51: 2015年天猫开设西麦官方旗舰店, 拥有粉丝超90万



资料来源: 天猫商城, 新时代证券研究所

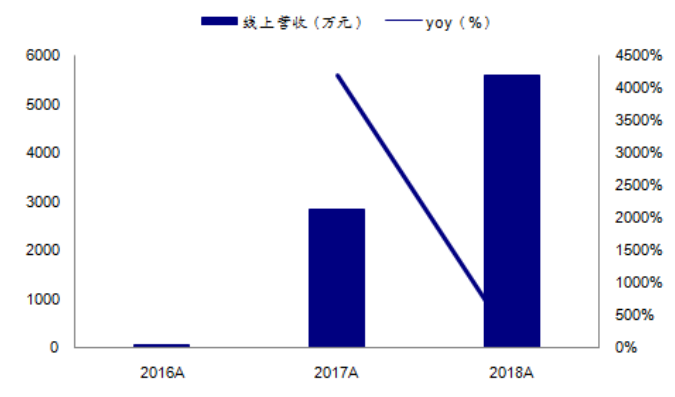
公司线上营收从2016年66.37万元增至2018年5590.32万元, 2年CAGR为817.77%, 低基数高增长, 占比从2016年0.11%提升至2018年6.63%, 未来占比有望提升至10%以上。

图52: 近三年公司线上占比持续提升, 2018年约7%, 预计未来有望提升至10%以上



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

图53: 近三年公司线上保持高速增长, 低基数下高增长, 2018年营收超5590万



资料来源: wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

#### 4.2.3、募资2.1亿用于品牌及渠道, 线上渠道展示提升知名度

公司募资2.1亿用于品牌建设和营销渠道升级, 主要包括品牌建设、互联网渠道建设、线下渠道拓展和办公平台建设四个方面。其中品牌建设包括广告投放、新媒体运营、新品发布与推广等方式; 线上渠道建设包括扩展自有电商团队、建设配套线上物流仓储中心; 线下渠道拓展包括加强KA渠道和非KA渠道的新品推广能力, 配套建设体验网点, 进军社区新零售和乡村新零售等新模式。

**表8: 募资 2.1 亿主要用于品牌建设及营销渠道升级, 其中线上渠道投资约 5110 万, 线下渠道投资约 5450 万**

序号	投资类别	投资估算 (万元)	占总投资比例 (%)
一、	<b>品牌建设</b>	<b>8465</b>	<b>40.18%</b>
1、	广告投放	4975	23.61%
2、	新媒体投放	2835	13.46%
3、	西澳阳光品牌建设	655	3.11%
二、	<b>线上渠道建设</b>	<b>5110</b>	<b>24.25%</b>
1、	电商平台建设	3820	18.13%
2、	线上物流仓储中心	1290	6.12%
三、	<b>线下渠道拓展</b>	<b>5450</b>	<b>25.87%</b>
1、	KA 渠道建设	2020	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	1770	8.40%
四、	<b>办公平台建设</b>	<b>2042</b>	<b>9.70%</b>
	<b>合计</b>	<b>21068</b>	<b>100%</b>

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

该项目建设期 4 年, 拟在成都、武汉、广州、杭州、西安和北京建设线上物流仓储中心, 在多个一线城市和二线城市开展线下渠道拓展建设, 在北京建设营销中心。

**图54: 李佳琦淘宝直播的西麦五色滋养燕麦片, 1 分钟卖光 1.5 万盒**



资料来源: 西麦官方微博, 新时代证券研究所

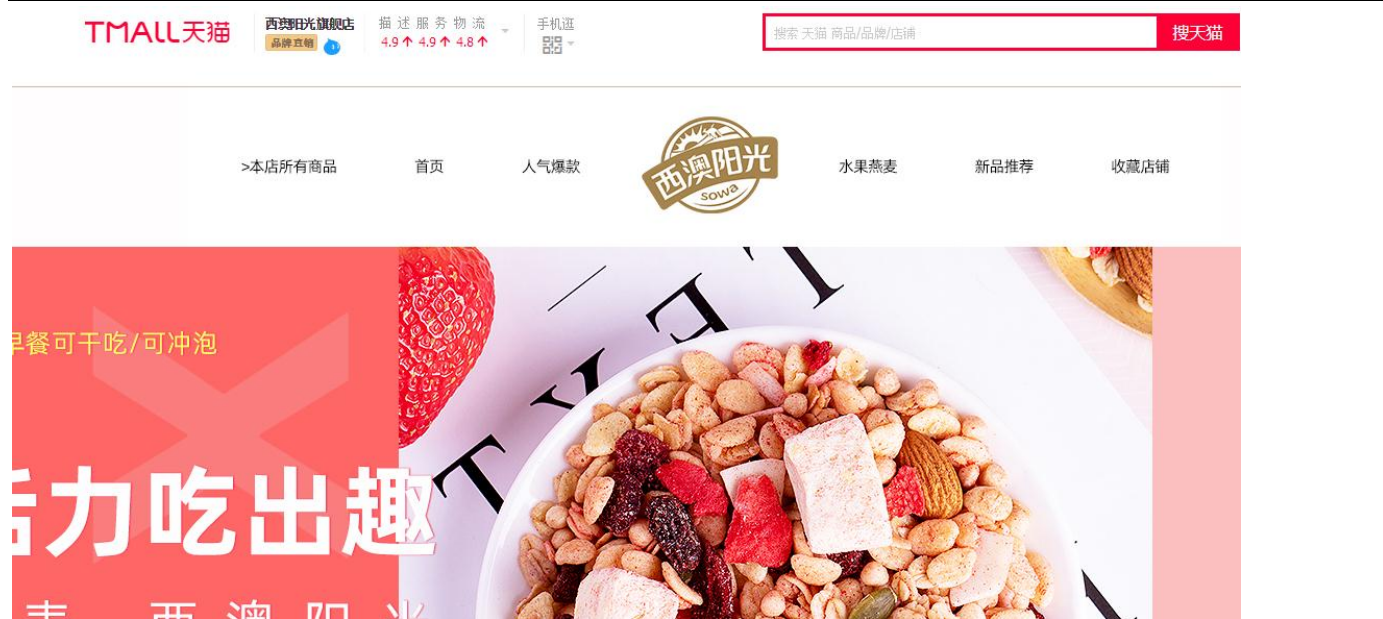
**图55: 小红书上宣传公司西澳阳光天猫旗舰店正式上线, 提升关注度**



资料来源: 天猫商城, 新时代证券研究所

目前, 公司已在淘宝、京东、快手、抖音等平台做直播, 充分利用 KOL 及各种线上社交平台, 从内容营销、信息传播、品牌传播、产品评测等方面进行宣传, 提高品牌知名度、美誉度。

图56: 2020年3月刚开设的西澳阳光天猫旗舰店,从西麦旗舰店中独立出来



资料来源: 天猫商城, 新时代证券研究所

## 5、盈利预测及投资建议

### 5.1、盈利预测

公司产品主要分成纯燕系列、复合系列、其他主营业务等,我们预计2020-2022年公司营收增速分别为16.4%、17.5%、18.7%,归母净利润增速分别为18.0%、19.0%、20.1%,对公司假设如下:

(1)考虑纯燕系列近三年保持稳健增长,我们预计未来三年增速分别为15%、16%、17%;

(2)虽然复合燕麦系列占比下降,公司已于2019年进行产品和渠道调整,我们预计未来三年增速分别为19%、20%、21%;

(3)考虑随着产能的逐步释放,其他主营业务(即新品类)将放量,我们预计未来三年增速分别为20%、25%、30%。

**表9： 2020E-2022E 西麦食品分产品预测表**

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>纯燕系列</b>						
营收	460.12	538.47	607.29	698.39	810.13	947.85
增速	18.60%	17.03%	12.78%	15.00%	16.00%	17.00%
<b>复合燕麦</b>						
营收	239.36	285.34	339.35	403.83	484.60	586.36
增速	4.60%	19.21%	18.93%	19.00%	20.00%	21.00%
<b>其他主营业务收入</b>						
营收	13.45	19.24	19.10	22.92	28.65	37.24
增速	39.75%	43.05%	-0.72%	20.00%	25.00%	30.00%
<b>其他业务</b>						
营收	6.59	7.81	7.03	7.10	7.24	7.46
增速	48.79%	18.52%	-9.92%	1.00%	2.00%	3.00%
<b>合计</b>						
总营收	719.51	850.85	972.78	1,132.24	1,330.62	1,578.92
增速	14.1%	18.3%	14.3%	16.4%	17.5%	18.7%

资料来源：wind，新时代证券研究所预测

## 5.2、估值水平

由于公司是燕麦为主的企业，我们选择同属于休闲食品的洽洽食品（以瓜子为主，向坚果领域拓展）、桃李面包（主要以面包为主）、绝味食品（主要以卤制品为主）进行比较。经过测算，2020年可比公司平均PE为31倍，远高于公司的25倍，我们认为随着公司新品业务持续放量及线上渠道占比进一步提升，估值有望进一步上移。

**表10： 可比公司估值**

公司	总市值(亿)	股价(元) 2020年04月17日	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
绝味食品	288	47.31	1.31	1.57	1.88	36.11	30.13	25.16
桃李面包	335	50.78	1.24	1.47	1.72	40.95	34.54	29.52
洽洽食品	242	47.77	1.43	1.69	1.99	33.41	28.27	24.01
平均			1.33	1.58	1.86	36.82	30.98	26.23
西麦食品	46	56.99	1.97	2.32	2.76	28.93	24.56	20.65

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 5.3、投资建议

我们看好公司产品切入休闲食品板块，渠道向线上拓展，预计线上占比将进一步提升。预测2020-2022年EPS为2.32/2.76/3.32元，当前股价对应PE分别为

25/21/17 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6、风险提示

食品安全事故；新品放量不及预期；线上拓展不及预期。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>561</b>	<b>1359</b>	<b>1498</b>	<b>1797</b>	<b>2029</b>	<b>营业收入</b>	<b>851</b>	<b>973</b>	<b>1132</b>	<b>1331</b>	<b>1579</b>
现金	406	148	818	1027	1213	营业成本	326	407	462	535	627
应收票据及应收账款合计	57	55	72	71	93	营业税金及附加	11	10	12	16	21
其他应收款	1	1	1	1	2	营业费用	331	352	409	488	576
预付账款	13	17	18	23	25	管理费用	38	46	54	65	79
存货	70	111	94	144	135	研发费用	3	5	4	5	7
其他流动资产	14	1026	495	531	560	财务费用	-1	-3	-6	-17	-20
<b>非流动资产</b>	<b>188</b>	<b>296</b>	<b>314</b>	<b>335</b>	<b>362</b>	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	2	12	6	7	8
固定资产	107	147	184	217	251	其他收益	3	10	5	6	6
无形资产	24	23	24	25	26	投资净收益	7	7	7	7	7
其他非流动资产	57	126	106	93	85	<b>营业利润</b>	<b>156</b>	<b>184</b>	<b>215</b>	<b>257</b>	<b>310</b>
<b>资产总计</b>	<b>749</b>	<b>1654</b>	<b>1812</b>	<b>2132</b>	<b>2391</b>	营业外收入	0	0	2	1	1
<b>流动负债</b>	<b>222</b>	<b>305</b>	<b>279</b>	<b>378</b>	<b>371</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	30	20	27	25	25	<b>利润总额</b>	<b>156</b>	<b>184</b>	<b>216</b>	<b>258</b>	<b>310</b>
应付票据及应付账款合计	122	202	165	257	239	所得税	19	27	31	37	45
其他流动负债	70	83	88	95	107	<b>净利润</b>	<b>137</b>	<b>157</b>	<b>186</b>	<b>221</b>	<b>265</b>
<b>非流动负债</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>137</b>	<b>157</b>	<b>186</b>	<b>221</b>	<b>265</b>
其他非流动负债	4	9	6	7	7	EBITDA	157	194	219	252	303
<b>负债合计</b>	<b>226</b>	<b>314</b>	<b>286</b>	<b>385</b>	<b>378</b>	EPS(元)	1.71	1.97	2.32	2.76	3.32
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	60	80	80	80	80	<b>主要财务比率</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资本公积	190	831	831	831	831	<b>成长能力</b>					
留存收益	272	430	616	837	1102	营业收入(%)	18.3	14.3	16.4	17.5	18.7
归属母公司股东权益	523	1341	1526	1747	2013	营业利润(%)	39.1	18.4	16.3	20.0	20.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>749</b>	<b>1654</b>	<b>1812</b>	<b>2132</b>	<b>2391</b>	归属于母公司净利润(%)	35.2	15.0	18.0	19.0	20.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	61.7	58.2	59.2	59.8	60.3
						净利率(%)	16.1	16.2	16.4	16.6	16.8
						ROE(%)	26.2	11.7	12.2	12.6	13.2
						ROIC(%)	88.7	36.9	37.0	44.4	47.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	30.2	19.0	15.8	18.0	15.8
						净负债比率(%)	-71.3	-9.1	-51.5	-57.0	-58.8
						流动比率	2.5	4.5	5.4	4.8	5.5
						速动比率	2.1	3.3	4.1	3.7	4.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.3	0.8	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	17.3	17.4	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	2.6	2.5	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.71	1.97	2.32	2.76	3.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	-0.17	1.85	3.19	2.93
						每股净资产(最新摊薄)	6.53	16.76	19.08	21.84	25.16
						<b>估值比率</b>					
						P/E	33.3	29.0	24.5	20.6	17.2
						P/B	8.7	3.4	3.0	2.6	2.3
						EV/EBITDA	26.6	18.8	16.0	12.9	10.1

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>130</b>	<b>180</b>	<b>148</b>	<b>256</b>	<b>234</b>
净利润	137	157	186	221	265
折旧摊销	12	13	16	20	25
财务费用	-1	-3	-6	-17	-20
投资损失	-7	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	-20	26	-33	45	-22
其他经营现金流	10	-6	-7	-7	-8
<b>投资活动现金流</b>	<b>-56</b>	<b>-1087</b>	<b>510</b>	<b>-62</b>	<b>-67</b>
资本支出	65	107	19	21	27
长期投资	0	-983	0	0	0
其他投资现金流	10	-1963	529	-41	-40
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-13</b>	<b>648</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>19</b>
短期借款	-9	-10	6	-2	-0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	20	0	0	0
资本公积增加	0	641	0	0	0
其他筹资现金流	-4	-2	5	17	20
<b>现金净增加额</b>	<b>62</b>	<b>-260</b>	<b>670</b>	<b>209</b>	<b>186</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 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，新时代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。

## 分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

## 分析师介绍

**孙山山**，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b> 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>