

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2019年09月16日

市场数据

目前股价	55.75
总市值（亿元）	44.60
流通市值（亿元）	11.15
总股本（万股）	8,000
流通股本（万股）	2,000
12个月最高/最低	72.18/43.99

分析师

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

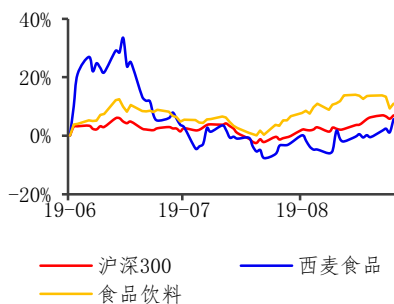
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

国内燕麦食品龙头，产品多元化打开成长空间

——西麦食品（002956）公司深度报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	953	1085	1271
(+/-%)	12.0%	13.9%	17.1%
净利润	144	163	191
(+/-%)	5.0%	13.4%	17.3%
摊薄 EPS	1.80	2.04	2.39
PE	31	27	23

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 燕麦行业稳步发展，量价提升空间大。** 燕麦行业在 21 世纪初开始成长，发展速度较快。目前行业可分为全国性、区域性和小型燕麦企业三个梯队，14 年以来行业集中度持续提升，但目前 CR2 仍较低，未来随着消费者品牌意识增强，行业集中度有望进一步提升。展望未来，燕麦行业量价提升空间大：（1）价：目前中国人均燕麦消费额仅约为香港和日本的 1/8，消费升级下人均消费额仍可提升；（2）量：目前中国人均燕麦消费量仅为日本的 1/4，随着燕麦消费城市层级、消费者的年龄结构进一步扩大，量增空间广阔。此外，燕麦具备多样化的消费场景，可向多品类延伸，具有良好的发展潜力。
- 规模、渠道、品牌塑造公司壁垒。** 西麦为行业第一梯队，公司壁垒稳固：（1）规模优势明显：首先工业化生产且产能利用率较高下可减少单位产品固定成本；其次规模采购可降低原材料采购成本；最后公司议价能力强，总体资金占用能力强；（2）直销经销并行，全渠道布局，渠道管控制及盈利能力强：西麦注重渠道建设，员工人均创收、创利能力强，效率较高；对经销商的管控和激励政策到位，经销商盈利能力稳步增长；（3）公司精耕燕麦多年，已塑造较好的品牌力。
- 品类持续延伸，渠道多元化发展，进一步提升核心竞争力。** 目前公司的产品面对消费群体主要仍为中老年人。西麦募集资金计划建设休闲燕麦食品、液态燕麦食品、燕麦片及主食燕麦三大品类，未来公司产品将更多元化、年轻化。此外，近年来燕麦行业线上销售额快速增长，西麦拟建设线上物流仓储中心并进一步拓展自身电商团队实力。未来随着西麦渠道业务拓展团队建设完成、线上线下渠道布局完善，公司可更高效地推广销售产品。
- 盈利预测与投资建议：** 预计 19-21 年公司收入分别增长 12.0%、13.9% 与 17.1%，公司净利+5.0%、+13.4%、+17.3%，EPS 分别为 1.80、2.04、2.39 元，对应 PE 分别为 31、27、23 倍。西麦具有规模优势，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“推荐”评级。

- **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。

目录

1. 精耕燕麦产业，领先地位稳固	6
2. 小燕麦，大行业，量价提升空间广阔	9
2.1 燕麦行业稳步发展，呈寡头竞争格局	9
2.2 燕麦消费场景多样，行业量价提升空间广阔	11
3. 规模、渠道、品牌塑造公司壁垒	12
3.1 西麦为行业第一梯队，具有规模优势	12
3.2 直销、经销模式并行，全渠道布局	14
3.3 精耕燕麦多年，塑造品牌力	17
4. 品类延伸、渠道多元，发展空间较大	19
4.1 延伸产品品类，品类多元化	19
4.2 渠道多元化，扩展电商业务	21
5. 进口燕麦为主，汇率及采购影响逐步缩小	24
6. 盈利预测与投资建议	26
7. 风险提示	28
7.1 附：盈利预测表	28

图表目录

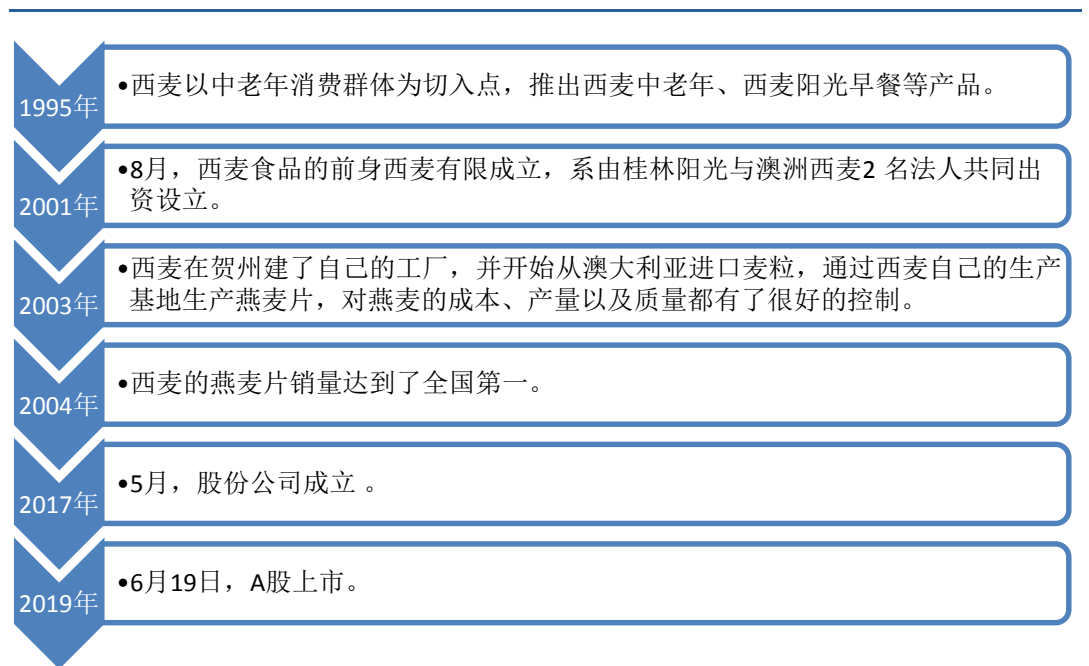
图 1:	西麦食品发展历程	6
图 2:	西麦食品的股权结构	7
图 3:	16 年来西麦食品主要业务为纯燕麦片	8
图 4:	18 年西麦食品华东、华北、华中地区占比领先	8
图 5:	16 年以来西麦食品营收稳步增长	8
图 6:	16 年以来西麦食品净利稳步增长	8
图 7:	11 年来谷物食品市场规模持续增长	9
图 8:	13 年来早餐谷物市场规模持续增长	9
图 9:	17 年西麦市占率为 15.1%	9
图 10:	日本燕麦市场行业集中度较高	10
图 11:	18 年日本燕麦行业 CR2 达 66.5%	10
图 12:	18 年中国燕麦市场主要渠道为超市及网购	10
图 13:	18 年日本燕麦市场主要渠道为超市及独立杂货店	10
图 14:	中国燕麦人均年消费金额较低	11
图 15:	中国燕麦人均消费量较日本低	11
图 16:	16 年来纯燕麦片产能利用率持续提升	12
图 17:	18 年复合燕麦片产能利用率提升至 62.8%	12
图 18:	近年主要原材料采购单价下降	13
图 19:	18 年燕麦粒采购金额占成本的 38.54%	13
图 20:	西麦上游资金占用能力较强	13
图 21:	西麦的渠道认同度较强	13
图 22:	西麦总体资金占用能力较好	13
图 23:	18 年西麦食品经销占比为 73%	14
图 24:	西麦食品采用直销、经销并行的模式	14
图 25:	西麦食品销售人员占比较大, 18 年占 61.8%	15
图 26:	16 年来西麦食品人均创收能力持续增强	15
图 27:	西麦食品人均创收提升空间仍较大	15
图 28:	18 年西麦食品人均创利能力较强	15
图 29:	16 年来西麦食品电商业务快速发展	15
图 30:	18 年电商占主营业务比达 6.6%	15
图 31:	16 年来西麦食品的经销商数目快速增加	16
图 32:	近三年持续经营的经销商创收能力增强	16
图 33:	16 年来经销商固定返利、不退货奖励逐年增加	16
图 34:	西麦食品以中老年群体为切入点, 推广“西澳阳光”副品牌	17
图 35:	18 年公司宣传推广费增 48.35%	18
图 36:	18 年宣传推广费构成中促销费占比较大	18
图 37:	家乐氏主要产品、品牌及消费群体	20
图 38:	18 年电子商务交易额仍快速增长	22
图 39:	14 年来燕麦行业线上销售额快速增长	22
图 40:	13 年以来桂格市占率持续提升	22
图 41:	销量榜上西麦排名较前	23
图 42:	18 年原材料占西麦成本的 45.1%, 占比较大	24

图 43:	18 年西麦原材料构成中燕麦粒占比高达 85.5%.....	24
图 44:	西麦同时采用进口燕麦粒和国产燕麦粒作为原材料.....	24
图 45:	17 年来西麦燕麦粒平均采购均价下降.....	25
图 46:	西麦向前五大燕麦粒供应商采购金额占比逐年下降.....	25
图 47:	公司燕麦粒的主要供应商情况.....	25
图 48:	17 年来汇率变动对公司现金的影响逐渐减弱.....	26
表 1:	西麦食品管理层关系及职位.....	7
表 2:	燕麦食品涉及多种消费场景.....	12
表 3:	公司对经销商的管控措施制度.....	17
表 4:	公司宣传推广费构成.....	18
表 5:	公司燕麦食品产业化项目.....	21
表 6:	西麦线上纯燕麦片产品单价与桂格基本持平.....	23
表 7:	燕麦粒单价敏感性分析.....	26
表 8:	盈利预测.....	27

1. 精耕燕麦产业，领先地位稳固

西麦食品主营燕麦食品近二十年，**经验丰富**。公司前身为桂林西麦生物技术开发有限公司，2001年8月成立。西麦食品主营燕麦食品，专注进行燕麦产品的研发、生产与销售。公司主要产品为“西麦”主品牌下主打健康绿色的纯燕系列与复合系列燕麦片，同时正积极研发开拓燕麦休闲食品品类，拓展消费群体。目前公司稳定处于国内燕麦市场的第一梯队，是中国燕麦行业龙头品牌。

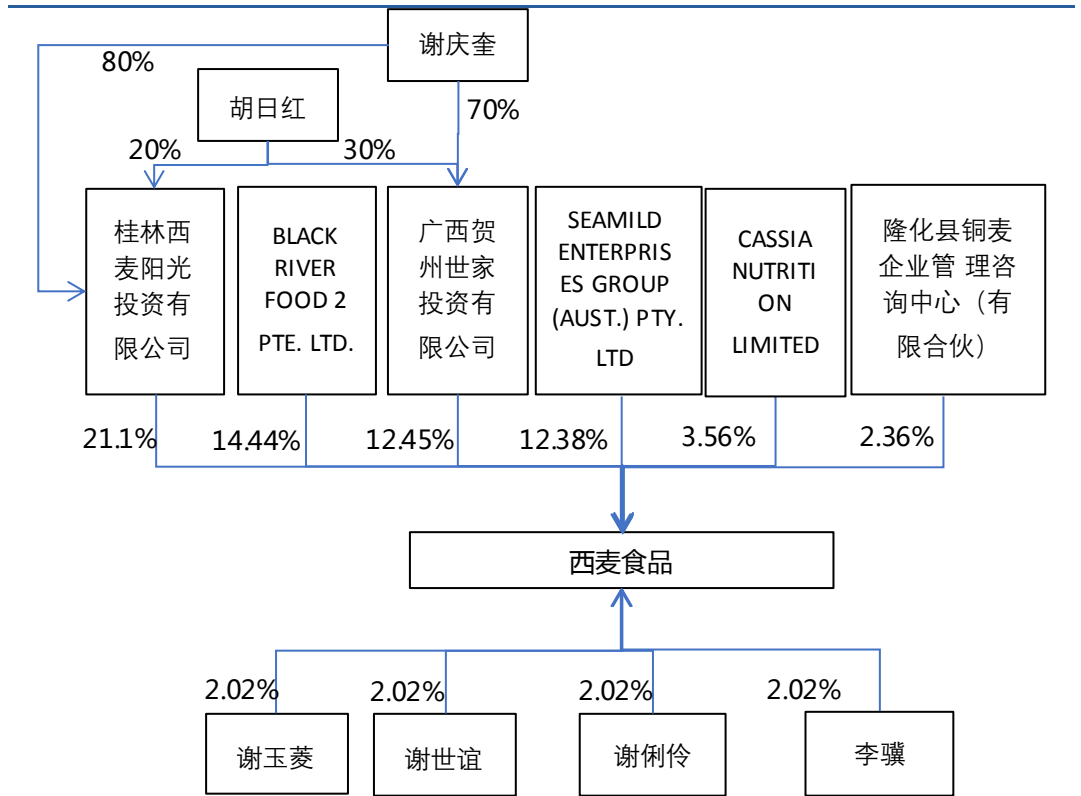
图 1: 西麦食品发展历程



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

为家族企业，管理层与股东利益一致。公司具有明显家族属性，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；另女儿谢玉菱和儿子谢世谊为实际控制人的一致行动人，因此西麦食品为一个家族企业。此外，公司主要管理人员中谢庆奎担任董事长、总经理，谢金菱担任董事、董事会秘书、副总经理，管理层与股东利益高度一致。

图 2: 西麦食品的股权结构



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 1: 西麦食品管理层关系及职位

实际控制人	关系与控股	职位
谢庆奎	通过桂林阳光、贺州世家、隆化铜麦三家公司控制公司股份。与胡日红为夫妻关系。与谢俐伶、谢金菱、谢玉菱为父女关系, 与谢世谊为父子关系。	董事长、总经理
胡日红	胡日红持有桂林阳光 20% 的股权, 桂林阳光持有发行人 21.1% 的股份; 持有贺州世家 30% 的股权, 贺州世家持有发行人 12.45% 的股份。与谢庆奎为夫妻关系。	
谢俐伶	谢俐伶与谢庆奎为父女关系, 谢俐伶直接持有发行人 2.02% 的股份, 并持有澳洲西麦的股权, 澳洲西麦持有发行人 12.38% 的股份。	
谢金菱	谢金菱与谢庆奎为父女关系, 谢金菱持有隆化铜麦 7.96% 的出	董事、董事

资份额，隆化铜麦持有发行人 2.36% 的股份。

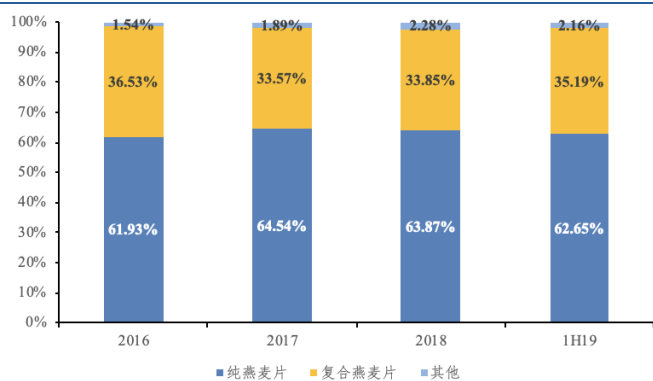
会秘书、副
总经理

李骥 李骥与谢金菱为夫妻关系，李骥直接持有发行人 2.02% 的股份，并持有澳洲西麦的股权，澳洲西麦持有发行人 12.38% 的股份。

资料来源：招股说明书，长城证券研究所

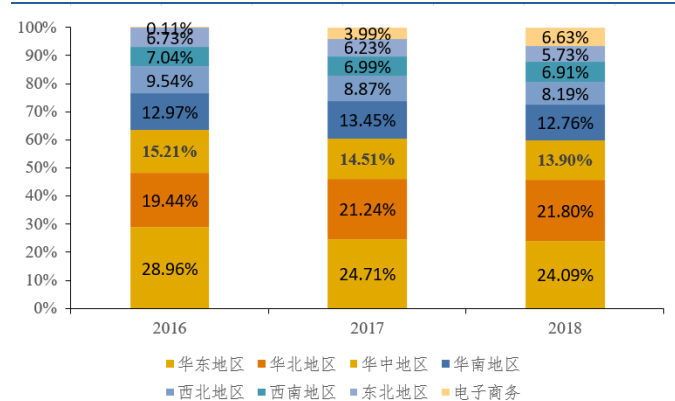
专注燕麦主业，全国化布局。公司自成立以来，专注地围绕燕麦食品开展经营活动，燕麦产品占西麦主营收入比例稳定维持于 97% 以上。分产品来看，主要产品为纯燕麦片和复合燕麦片。纯燕麦片为公司的主要业务，1H19 占比高达 62.7%。分地区来看，目前公司是全国化布局，主要销售市场稳定集中于北方地区，其中华东、华北、华中地区占比领先，18 年占比分别为 24.1%、21.8% 和 13.9%。近年来线上电子商务占比快速提升，由 17 年的 4% 提升至 18 年的 6.6%。

图 3：16 年来西麦食品主要业务为纯燕麦片



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

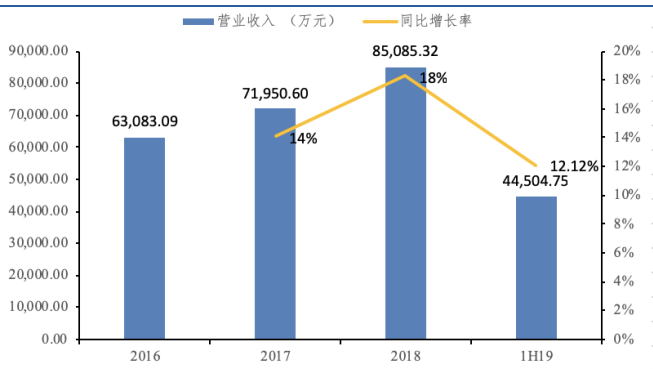
图 4：18 年西麦食品华东、华北、华中地区占比领先



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

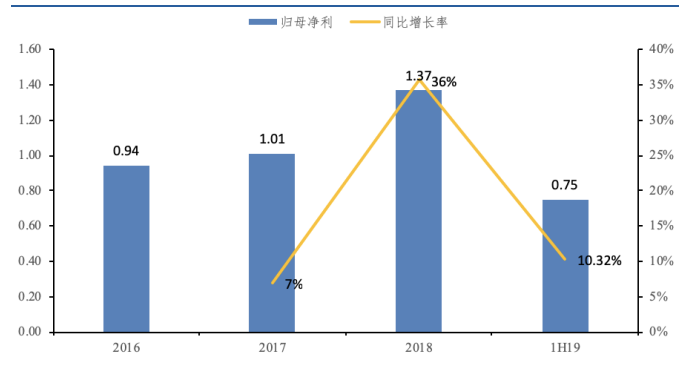
公司营收、净利稳步增长。随着中国燕麦食品市场的发展，公司品牌优势加强，营销渠道管理愈加精细，公司营收稳步增长，18 年营收达 8.5 亿元，同比增 18.3%；1H19 营收增 12.1% 至 4.45 亿元。18 年公司净利达 1.4 亿元，同比增 35.2%；1H19 净利增 10% 达 0.75 亿元。未来随着市场日趋成熟、产品结构优化、渠道布局更加完善精细，西麦的营收、净利有望持续稳定增长。

图 5：16 年以来西麦食品营收稳步增长



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

图 6：16 年以来西麦食品净利稳步增长



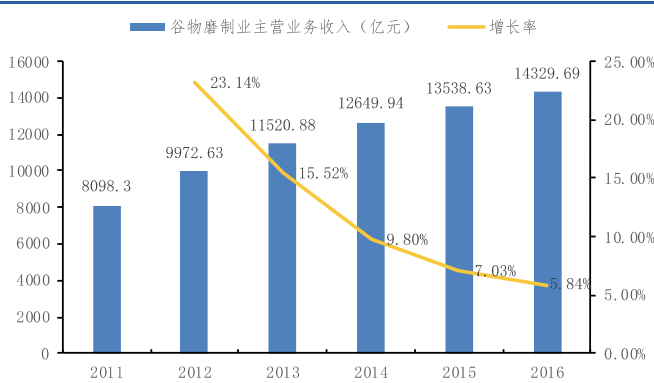
资料来源：招股说明书，长城证券研究所

2. 小燕麦，大行业，量价提升空间广阔

2.1 燕麦行业稳步发展，呈寡头竞争格局

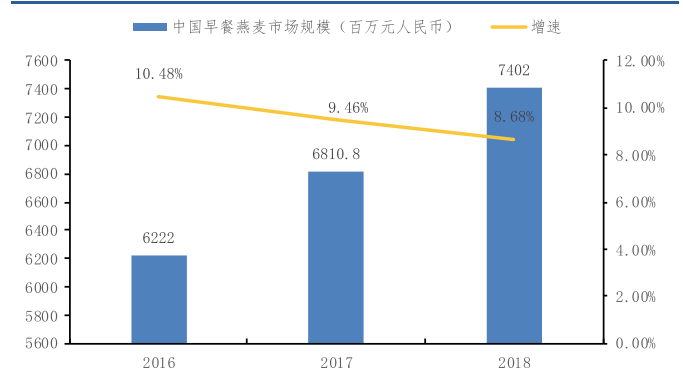
中国谷物食品为万亿市场，其中早餐燕麦近年来发展较快。中国是谷物消费大国，谷物食品市场已是万亿市场，16年规模达1.4万亿元，11-16年规模以上企业的主营业务收入年复合增长率达12.09%。其中燕麦行业近年来发展较快。燕麦最早起源于中国，最初于20世纪60年代在我国作为商品销售。但早期由于饮食习惯、宣传不到位、技术较为落后，燕麦市场发展较为缓慢，90年代初进入中国市场的桂格公司也因此短暂退出。随着消费者健康饮食兴起、饮食习惯西化、更追求便捷、方便的食物，燕麦行业在21世纪初开始成长。目前燕麦行业中早餐燕麦市场发展较快，16年早餐燕麦行业增速快于谷物食品，18年增8.7%至74亿元，13-18年年复合增长率达10.14%。

图7：11年来谷物食品市场规模持续增长



资料来源：《中国工业统计年鉴（历年）》，长城证券研究所

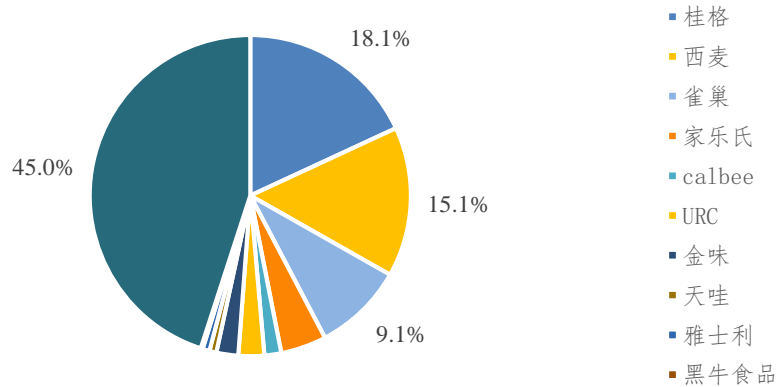
图8：13年来早餐谷物市场规模持续增长



资料来源：Euromonitor，长城证券研究所

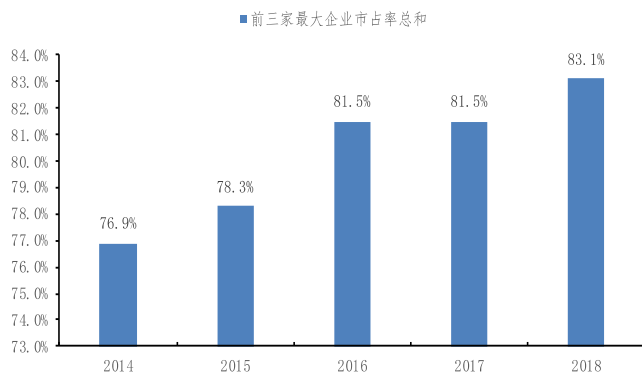
行业集中度仍较低，呈寡头竞争格局。中国燕麦市场行业集中度仍较低，17年CR2达33.2%。根据欧睿数据，燕麦行业呈现寡头竞争格局，可分为三个梯队：（1）第一梯队桂格、西麦、雀巢，每家公司市占率皆在9%及以上，规模为6亿元以上，且多渠道、全国化布局，品牌知名度较高；（2）第二梯队为区域性燕麦企业，在区域内具有竞争优势，如皇室、金味等，市占率约2-5%，规模为1-4亿元；（3）第三梯队为规模较小，品牌力和渠道力较弱的小型公司，市占率不足1%，规模在1亿元以下。18年消费习惯与中国相近的日本燕麦市场CR2达66.5%，相较而言目前中国燕麦行业集中度仍较低。随着消费者品牌消费意识增强，会更倾向于选择易购买、品牌知名、有品质保障的产品，未来行业集中度有望进一步提升。

图9：17年西麦市占率为15.1%



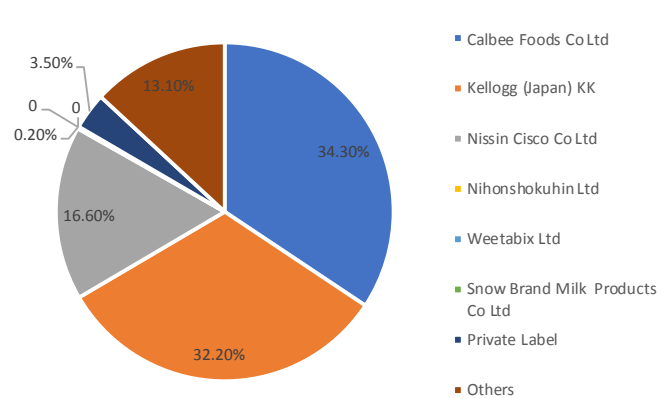
资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

图 10: 日本燕麦市场行业集中度较高



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

图 11: 18 年日本燕麦行业 CR2 达 66.5%

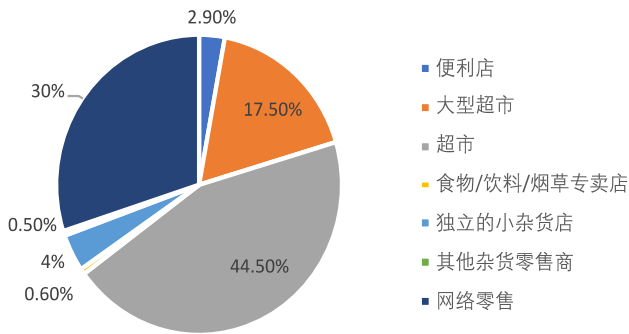


资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

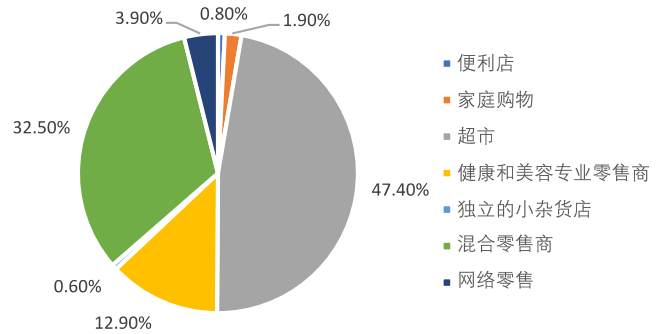
线下店铺零售仍为主要渠道，线上电商模式崛起。线下渠道为日本燕麦行业主要销售渠道，18 年日本的早餐谷物 94.2%是通过线下店铺进行销售。线下渠道中超市和混合零售商为主要渠道，18 年合计占比 79.9%。中国燕麦行业渠道中超市以及大型商超 18 年占比达 62%，是主要渠道。而与日本不同，随着中国互联网的普及、电商、物流行业的发展，线上购物成为很多消费者的首选。13 年早餐谷物类食品中线上渠道仅占 2%，18 年增至 30%，线上渠道增速较快。燕麦食品无特殊储存运输条件，线上线下购买无明显差别，因此线上渠道具有极大潜力，已成为中国燕麦食品行业营销渠道的重要发展方向。

图 12: 18 年中国燕麦市场主要渠道为超市及网购

图 13: 18 年日本燕麦市场主要渠道为超市及独立杂货店



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所



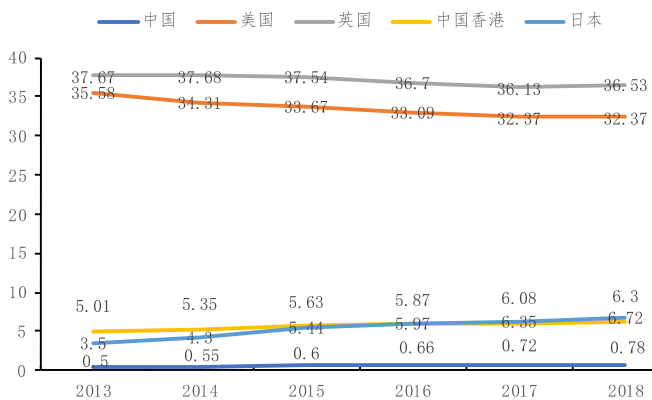
资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

2.2 燕麦消费场景多样，行业量价提升空间广阔

人均年消费金额、消费量较低，仍有较大发展空间。尽管我国燕麦市场规模持续增长，但燕麦市场人均年消费金额和消费量水平均较低。**(1) 价格:** 目前，中国燕麦市场人均年消费额不仅远低于英国、美国，对标生活饮食习惯相近的中国香港、日本也存在较大差距。2018年中国燕麦市场人均年消费额为0.78美元，远低于同期香港与日本人均年消费6.72美元和6.30美元的水平。

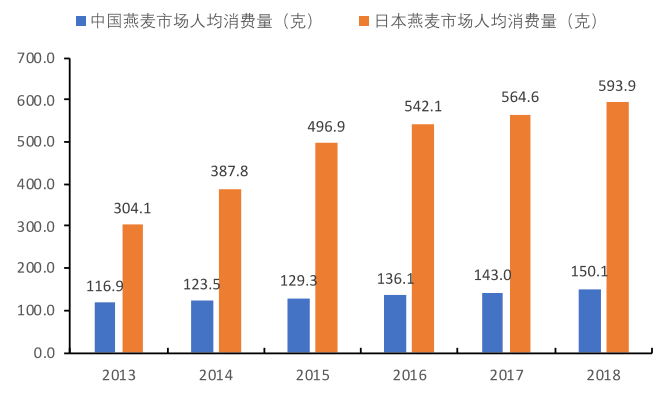
(2) 消费量: 中国燕麦行业量增潜力大。18年中国燕麦市场人均消费量为150g，远低于饮食习惯相近的日本人均消费593.9g的水平。在快节奏、压力大的现代生活方式下，燕麦片因便于准备、健康低热等特点受到更多消费者喜爱；在中国经济发展所伴随着的现代化、城市化、国际化的影响下，燕麦消费群体数量、消费者的年龄结构（由中老年向年轻化转变）都在不断扩大。在一二线城市燕麦食品消费市场逐渐成熟后，随着渠道下沉、人口回流、自媒体作用，低线城市的人们也会逐渐培养燕麦消费习惯。未来燕麦行业的量增、价升空间仍旧十分广阔。

图 14: 中国燕麦人均年消费金额较低



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

图 15: 中国燕麦人均消费量较日本低



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

燕麦可向多种品类延伸，具备多样化的消费场景。燕麦具有较好的耐饥、降血脂、降血糖功效，仍有可发现和挖掘的巨大潜力。目前主流燕麦食用方式是作为正餐、代餐食用；作为早餐便捷耗时少、营养价值高、冷热食用皆可，作为晚餐可作为轻食简餐的一种选

择。但除此之外，燕麦还可拓展至休闲食品和饮料方向，如燕麦作为零食可抗饿、即食且健康；燕麦饮料除口感较好外，也可补充营养。未来燕麦品类可延伸至燕麦棒、燕麦饮料、燕麦米面等产品；消费场景可延伸至休闲、保健等。燕麦食品未来产品种类延伸方向丰富，且可供多种消费场景下食用，具有广阔的发展前景。

表 2: 燕麦食品涉及多种消费场景

早餐消费场景	原燕麦片、快熟燕麦片/即食燕麦片、挤压冷冲调燕麦片、
主食消费场景	全生类燕麦米、半生类燕麦米、复合型燕麦米
休闲食品消费场景	烘焙类的燕麦饼干、燕麦面包、膨化类的燕麦片、燕麦条
新品类消费场景	液态燕麦饮料
保健食品消费场景	燕麦胶囊、燕麦冲剂

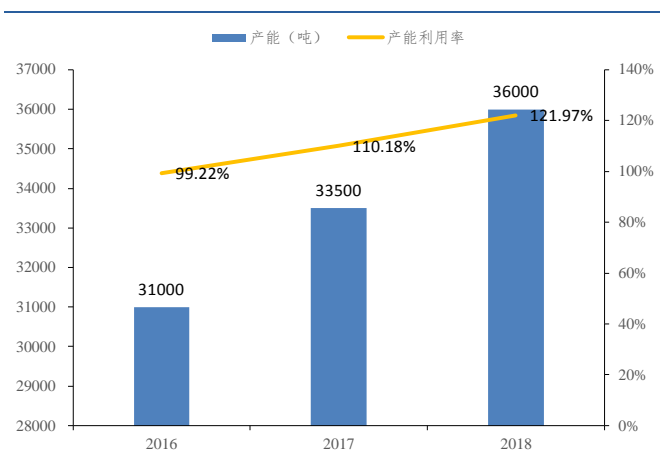
资料来源：长城证券研究所

3. 规模、渠道、品牌塑造公司壁垒

3.1 西麦为行业第一梯队，具有规模优势

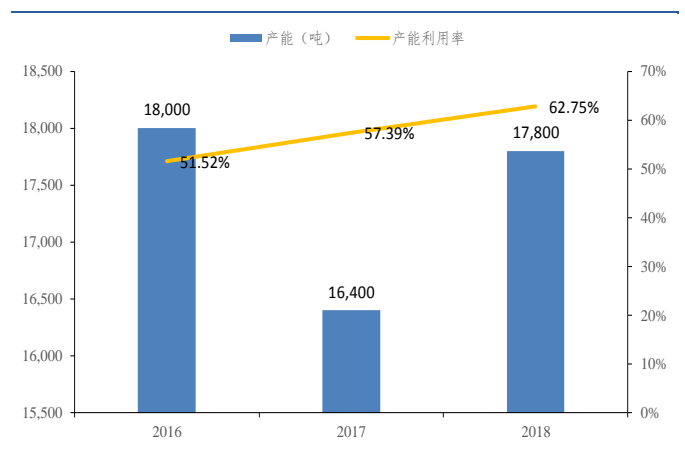
西麦食品规模优势明显，成本优势强，上下游议价能力强：（1）工业化生产，产能利用率较高。燕麦行业进行工业化生产需要设备、土地、厂房等资源，若企业规模较小，工厂的产能利用率较低，则单位产品的固定成本将会较高，因此规模是行业的进入壁垒之一。西麦食品企业规模较大，规模优势明显，16 年以来产能利用率持续提升，18 年纯燕麦片、复合燕麦片的产能利用率分别为 121.97%、62.75%。较高的产能利用率可减少西麦食品的单位产品固定成本，使其具有成本优势。

图 16: 16 年来纯燕麦片产能利用率持续提升



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

图 17: 18 年复合燕麦片产能利用率提升至 62.8%

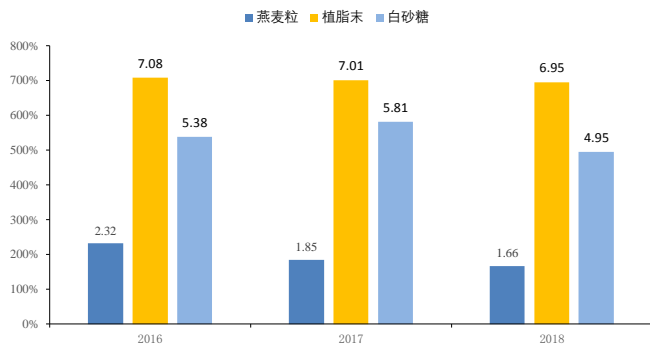


资料来源：招股说明书，长城证券研究所

（2）规模采购可降低原材料采购成本，上游资金占用能力强。原材料燕麦的好坏会很大程度地影响燕麦食品的品质。燕麦粒是公司的主要原材料，为保证更好的产品品质，90% 的燕麦粒是使用优质澳洲进口燕麦粒。公司规模较大，集中采购时可以以较低的价格采

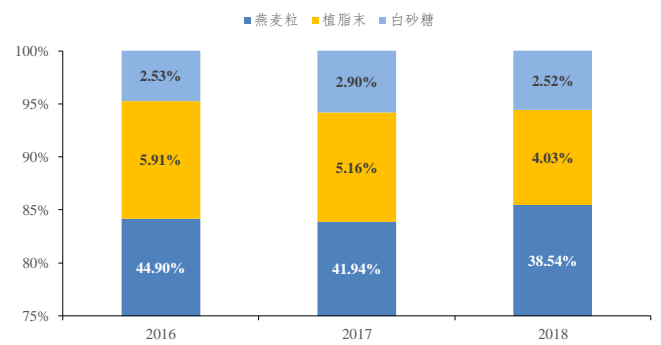
购原材料。15年以来公司的上游资金占用能力也较强，公司有较好的上游议价能力，规模优势明显。

图 18: 近年主要原材料采购单价下降



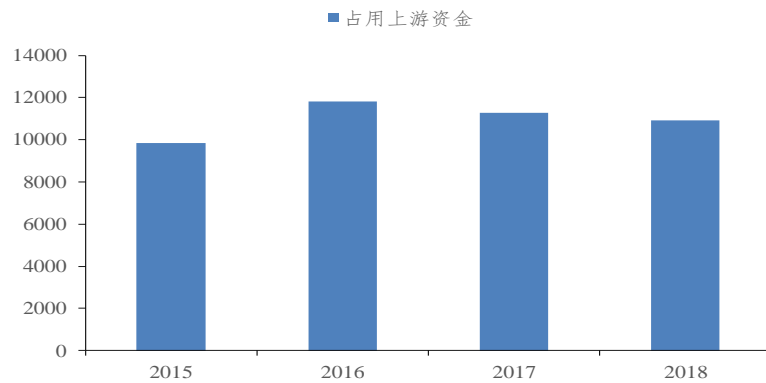
资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 19: 18年燕麦粒采购金额占成本的 38.54%



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 20: 西麦上游资金占用能力较强

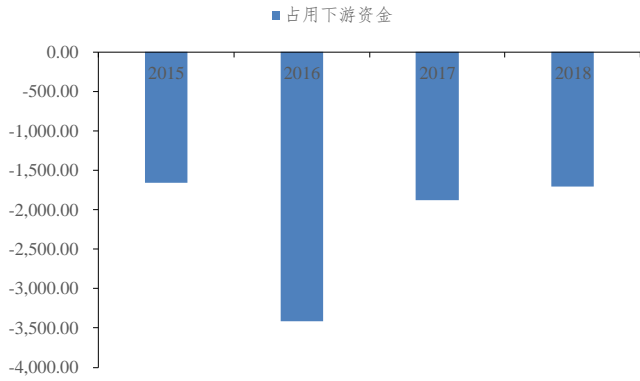


资料来源: 长城证券研究所

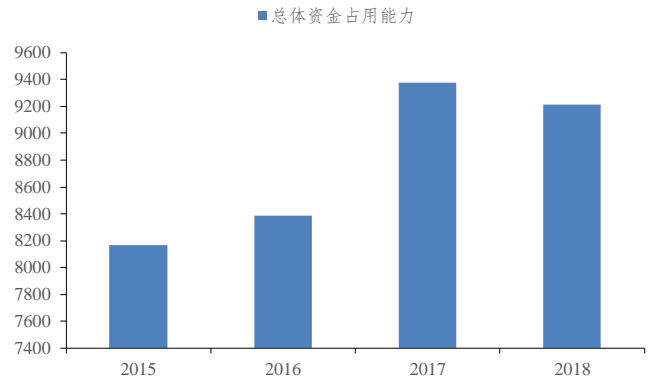
(3) 下游销售渠道的认同度强。燕麦食品产品同质化程度较强，因此对渠道的依赖性比较高。西麦食品市占率较高、规模大，渠道对其有较高的认同度。15年来公司总体资金占用能力较好，企业的资金运营能力强，规模优势显著。

图 21: 西麦的渠道认同度较强

图 22: 西麦总体资金占用能力较好



资料来源: 长城证券研究所

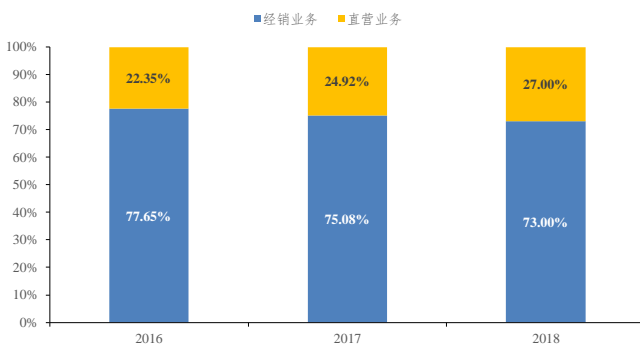


资料来源: 长城证券研究所

3.2 直销、经销模式并行，全渠道布局

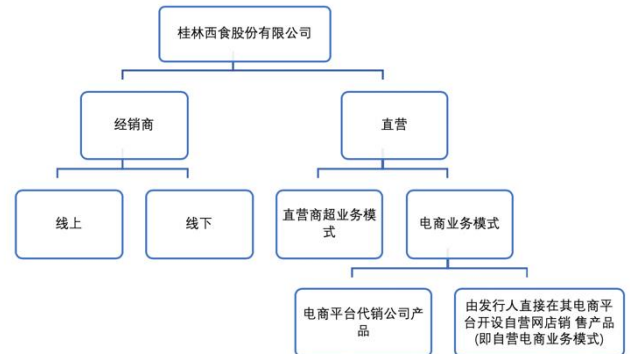
采用**直销+经销模式，多渠道布局**。西麦食品采用直销和经销并行的模式，已经布局了大型和中型连锁商超、小型超市、食品零售店、线上电商等渠道。公司通过直销模式与大型国际和国内的连锁商超、电商进行合作，借助卖场实现扩张；通过经销模式开拓城市社区、乡镇和农村，进行渠道下沉。目前公司的主要经营模式是经销模式，18年经销业务占比为73%。

图 23: 18年西麦食品经销占比为73%



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

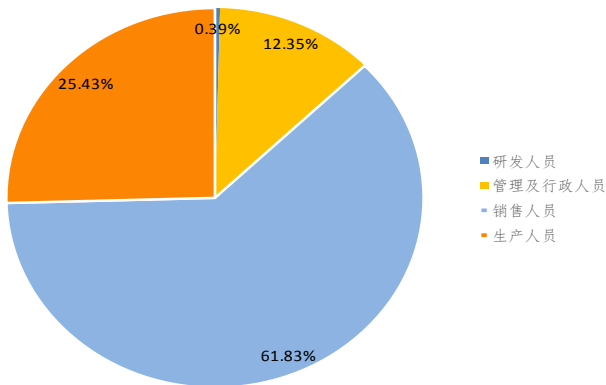
图 24: 西麦食品采用直销、经销并行的模式



资料来源: 长城证券研究所

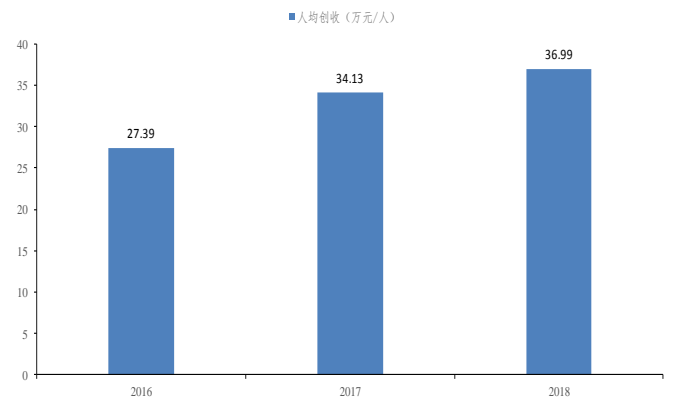
销售人员效率较高，员工人均创利能力强。燕麦食品属快消品，消费者能否方便、便捷地购买到产品是企业竞争力的核心。西麦食品十分注重渠道建设，销售人员占比较高，18年销售人员占61.8%。公司销售人员地推能力强，效率较高，16年以来人均创收能力持续提升，18年人均可创收37万元。和经营品类较为相似、或收入体量相近的上市公司对比，西麦食品的人均创利能力较强，但人均创收能力仍有很大提升空间。经过多年的发展，目前公司已形成多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络。

图 25: 西麦食品销售人员占比较大, 18 年占 61.8%



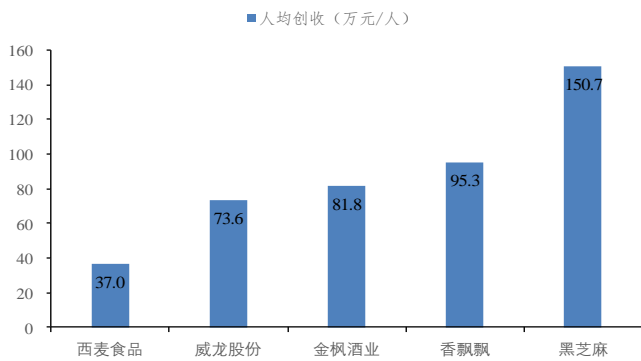
资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 26: 16 年来西麦食品人均创收能力持续增强



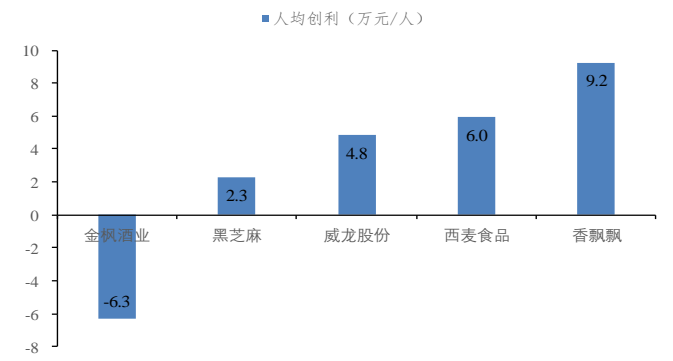
资料来源: 长城证券研究所

图 27: 西麦食品人均创收提升空间仍较大



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 28: 18 年西麦食品人均创利能力较强



资料来源: Wind, 长城证券研究所

■ **直销模式:** 公司通过直营模式直接与客户签订销售合同, 并配送产品至终端, 由客户进行销售。西麦的直营模式主要包括商超、自营电商及 B2B 模式。

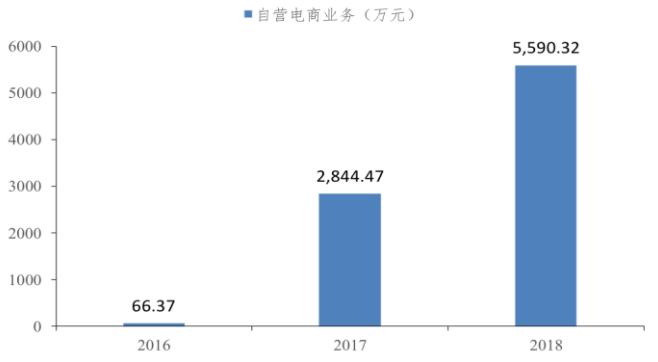
✓ **商超:** 直接与部分中大型商超签订合同, 公司通常会综合考虑整体的直营系统的毛利制定统一的供价和终端零售价。针对部分直营系统, 公司会在考虑市场费用投入、扣点或其他要求下调整供价和终端零售价。

✓ **线上自营电商:** 通过线上自营电商平台直接向终端消费者销售产品。公司自营电商业务发展较快, 16 年公司仅有 2 家自营电商, 销售额仅为 66.4 万元; 18 年自营电商数目快速增至 13 家, 包括主流电商平台天猫、京东、拼多多等, 销售额同比增 96.6% 至 5592.7 万元。

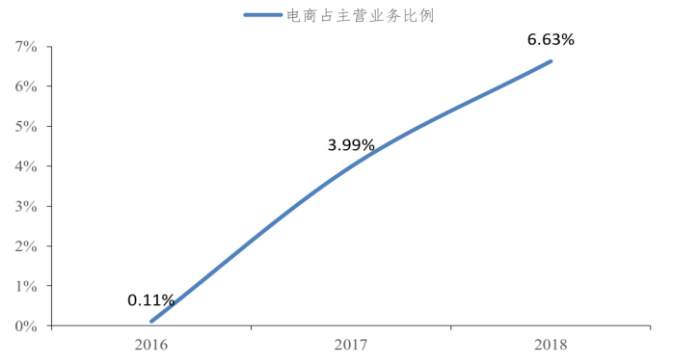
✓ **B2B 模式:** 与部分企业签订合同销售燕麦片半成品及配料, 配送产品由客户销售。

图 29: 16 年来西麦食品电商业务快速发展

图 30: 18 年电商占主营业务比达 6.6%



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

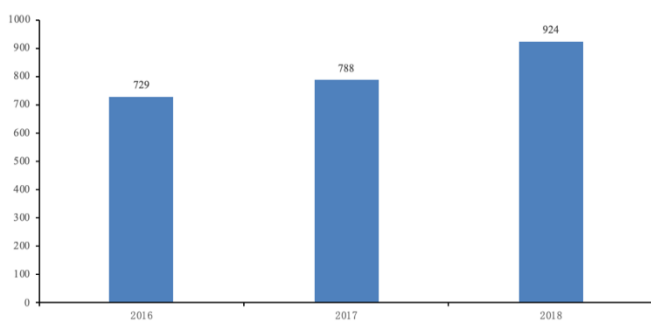


资料来源：招股说明书，长城证券研究所

■ **经销模式：**西麦食品在全国设立 8 个业务大区，建立了庞大的营销网络。公司与经销商签订合同，将产品发货、运输至经销商，由经销商销售给终端消费者。西麦采取款到发货的买断式销售模式，通过经销商更高效地将产品销往低线城市。

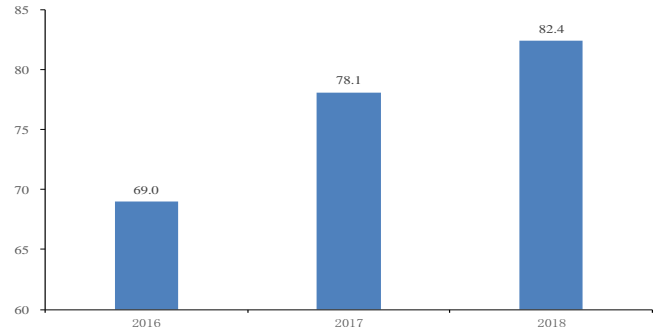
经销商数量稳步增长，盈利能力强。公司经销商的销售渠道包括商超、电商、二次批发及零售等。16 年来公司经销商数目一直保持快速增长态势，18 年共有 924 家经销商。此外，西麦的经销商经验丰富、盈利能力较强，近三年持续经营的经销商创收能力由 16 年的 69 万元增至 18 年的 82.4 万元，渠道壁垒稳固。

图 31：16 年来西麦食品的经销商数目快速增加



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

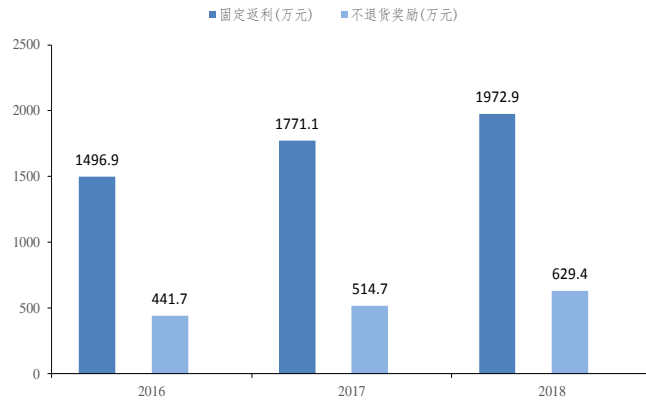
图 32：近三年持续经营的经销商创收能力增强



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

对经销商管控能力强，激励政策到位。公司一方面对经销商制定了全方面、多方位的管控制度，包括设置区域业务员管控经销商库存、对经销商设置包含销售金额、终端市场和费用管理、出货周转率等考核指标体系等。对经销商管控能力强有利于西麦了解市场动向、更好地应对市场变化，维护客户。另一方面，公司也设置了较为到位的激励政策，包括固定返利和不退货奖励，16 年来经销商的固定返利、不退货奖励一直在逐年增加。在较好的奖励政策激励和与公司高效的配合下，公司经销商的创收能力有所提升，经销商盈利能力强。

图 33：16 年来经销商固定返利、不退货奖励逐年增加



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

表 3: 公司对经销商的管控措施制度

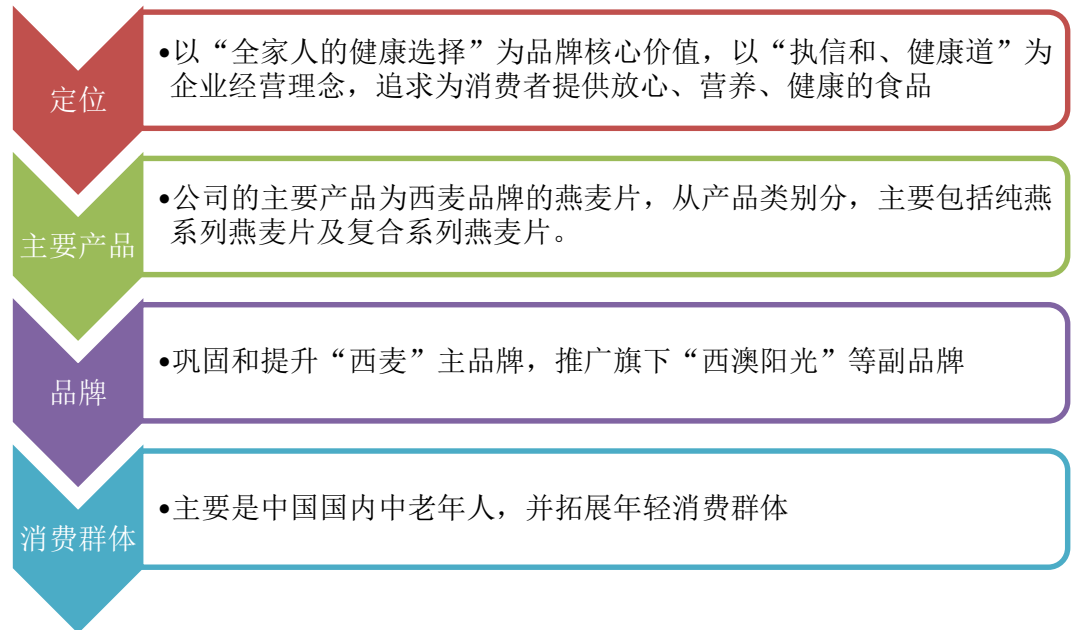
经销商存货管理	同意公司按照该安全库存数调整供货策略。 公司能够及时掌握经销商库存水平、区域分布及库存产品生产日期等情况，利于开展促销活动。 公司由各区域业务员对经销商的库存进行管控，定期走访卖场了解卖场排面、出货及库存情况。同时，公司建立了对经销商库存的提报及盘点制度。
经销商审货管理	一年签订一次销售合同，并对经销商的销售区域范围进行授权。 设置产品批号，监控产品的市场流向
经销商对账管理	公司建立了与经销商的账务核对机制。
经销商考核管理	考核目标主要包括经销商的销售金额、终端市场和费用管理、出货周转率等指标。
经销商定价机制	公司与经销商的合同价格原则上以公司统一制定的出厂价为准。
运输费用的承担	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，送至指定地点后的停车费、装卸费及二次中转费用(如有)由经销商承担。

资料来源：招股说明书，长城证券研究所

3.3 精耕燕麦多年，塑造品牌力

以中老年群体为切入点，精耕燕麦行业近二十年。西麦在 1995 年以中国中老年消费群体为主要客户，推出燕麦产品。在推出燕麦产品的同时，公司以“全家人的健康选择”为品牌核心价值，长期推动绿色、健康为内涵的“西麦”品牌战略。经过二十多年的耕耘，培育了较好的品牌形象，具有一定消费者黏性，品牌力较强。公司将在巩固和提升主品牌“西麦”的同时推广定位于年轻消费群体、休闲燕麦食品的“西澳阳光”副品牌，进一步完善品牌和产品阵线。

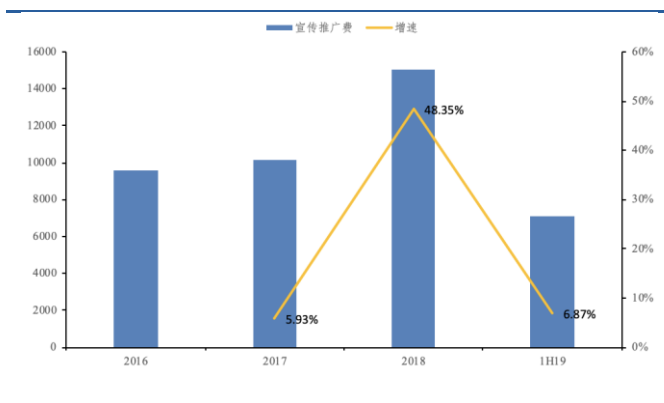
图 34: 西麦食品以中老年群体为切入点，推广“西澳阳光”副品牌



资料来源：公司官网，招股说明书，长城证券研究所

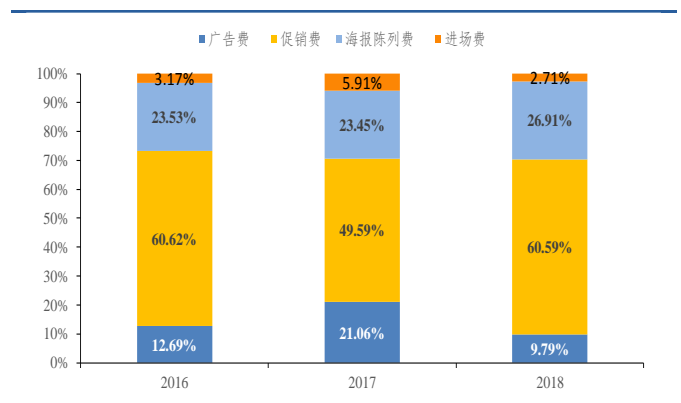
持续投入品牌建设费用，塑造品牌力。公司持续投入费用建设品牌，15年来公司宣传推广费持续增加，18年同比增48.35%。在宣传推广上，促销费占比较大，18年占60.59%。公司的促销费主要为实施促销活动发生的费用，包括销售终端费用、产品特价费用、销售返利、电商促销和展示费用，其中产品特价费用每月发生1-2次。西麦持续投入品牌建设、深化品牌形象，在主品牌已有较强品牌力的基础上可进一步建设面向新消费群体的副品牌，塑造品牌力。

图 35: 18 年公司宣传推广费增 48.35%



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

图 36: 18 年宣传推广费构成中促销费占比较大



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

表 4: 公司宣传推广费构成

宣传推广费	广告费	主要为媒体品牌广告费用
-------	-----	-------------

市场推广费	促销费	<p>指促宣品、促销物料、促销活动的产品特价费用等</p> <ol style="list-style-type: none"> 指为实施促销活动而发生的费用，包括新店开业、店庆、老店翻新发生的费用； 向客户提供品尝包、促宣品、搭(买)赠品、促销物料发生的费用，一般产品特价费用每月发生的频次为 1-2 次； 销售返利分月返、季返、年返和不退货奖励，发生频次为按月、按季或按年； 电商平台的促销和展示费用等，每月持续投入。
	海报陈列费	<p>指卖场堆头、端架、包柱陈列、卖场 DM 宣传册、宣传图片等</p> <ol style="list-style-type: none"> 产品陈列是产品在卖场和商超的现场展示，包括卖场堆头费、端架费、包柱陈列费； 海报是指卖场印制和发布的各类海报和宣传册，包括直邮宣传册、海报费用。海报陈列费一般每月发生 1-2 次，节假日时会加大投入力度。
	进场费	<p>指卖场的入场费、条码费、新品费、转户费等</p> <p>指销售终端收取的产品进场费、条码费、新品费、转户费等，在公司产品进驻新店或新品进场时发生。</p>

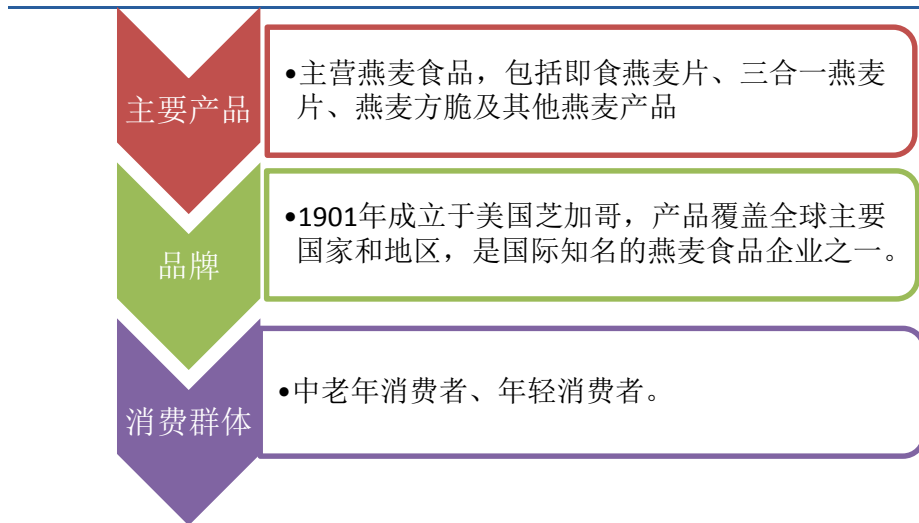
资料来源：招股说明书，长城证券研究所

4. 品类延伸、渠道多元，发展空间较大

4.1 延伸产品品类，品类多元化

休闲燕麦食品、燕麦饮料发展空间大，西麦产品线延伸空间较大。燕麦富含蛋白质、膳食纤维等营养成分，是低糖、高营养、健康产品。因此燕麦行业消费场景多样，除了早餐、代餐的消费场景外，还可涉及休闲零食、饮料等消费场景。桂格和家乐氏产品较为多元，且面对的消费群体较广；而目前西麦食品的产品结构较竞争对手而言仍旧较为单一，面对消费群体主要仍为中老年人。随着燕麦作为一种健康、保健的食品慢慢被国内年轻人所青睐，西麦在产品种类延伸上还有很大的发展空间。

图 20: 桂格主要产品、品牌及消费群体



资料来源：招股说明书，公司官网，长城证券研究所

图 37: 家乐氏主要产品、品牌及消费群体



资料来源：招股说明书，公司官网，长城证券研究所

募集资金新建多元化产品，目前已有部分新品储备。公司募集资金计划提升公司燕麦食品的生产力，计划建设休闲燕麦食品、液态燕麦食品、燕麦片及主食燕麦三大品类，8种产品。目前公司已有部分新品储备，其中烘焙燕麦、燕麦膨化谷物脆片、五色滋养轻盈早餐皆已进入小批量生产阶段。未来随着新品研发成功、产能布局进一步完善，公司产品将更多元化、年轻化，能符合更多年轻消费者需求。

表 5: 公司燕麦食品产业化项目

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

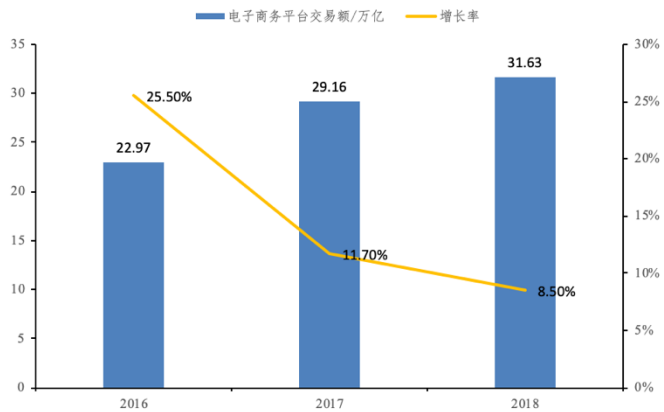
资料来源:招股说明书,长城证券研究所

4.2 渠道多元化,扩展电商业务

电子商务发展迅猛,线上渠道潜力巨大。近年来电子商务的发展越来越迅猛,中国电子商务平台交易额逐年上升,2018 年电子平台交易额增 8.5%至 31.6 万亿。电商的普及让燕

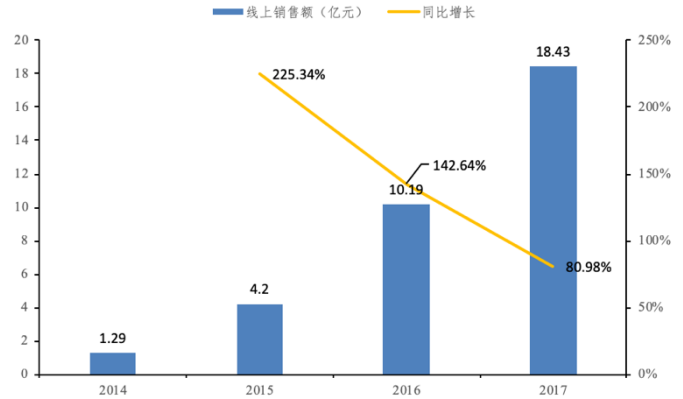
麦消费群体更偏向年轻化、多元化，且让越来越多地习惯网上购物的年轻消费者可以方便快捷地购买到产品，产品重复购买率高。近年来燕麦行业线上销售额快速增长，17年同比增81%至18.4亿元。电商和移动支付平台的发展有助于推广健康、高能的燕麦食品，也有利于培育消费者。

图 38: 18 年电子商务交易额仍快速增长



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

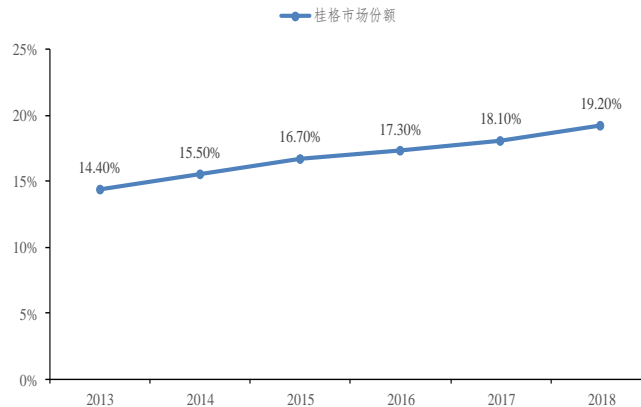
图 39: 14 年来燕麦行业线上销售额快速增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 长城证券研究所

借助电商渠道，桂格市占率快速提升。燕麦企业可借助潜力巨大的线上渠道进一步扩大销售。桂格于2016年在天猫开设旗舰店，同时在京东、苏宁易购均有销售。行业内其他参与者在此渠道上的布局较晚，不同于近年来西麦市占率略有下滑，桂格借助电商渠道实现了市占率稳步增长，18年市占率达19.2%。

图 40: 13 年以来桂格市占率持续提升



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

募集资金强化互联网建设，进一步提升渠道力。目前西麦已经布局电商渠道，纯燕麦片产品定价与竞争对手没有非常明显的差异，以京东商城为例，在纯燕麦片上西麦的产品单价与桂格基本持平；复合燕麦片上的产品单价较桂格、雀巢高。

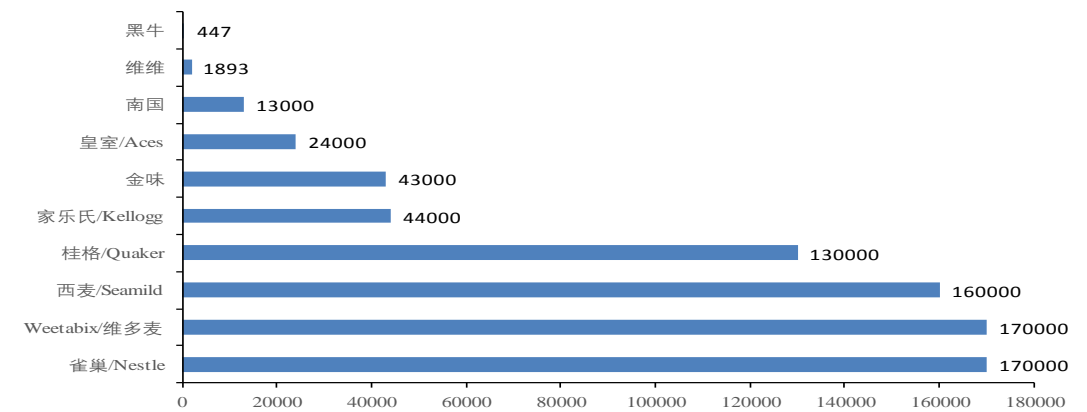
公司现在在十大品牌销量排行中排名较前，未来计划募集资金建设线上物流仓储中心并进一步拓展自身电商团队实力。此外，公司也计划建设体验网点和营销中心，提升管理和推广效率，进一步加强渠道力。未来随着渠道业务拓展团队建设完成、线上线下渠道布局完善，公司可更高效地推广销售产品。

表 6: 西麦线上纯燕麦片产品单价与桂格基本持平

产品	企业	价格/规格	单价 (元/克)	单价比西麦家 高/低	
纯燕麦片	西麦	17.5/1000g	17.5	/	
	桂格	17.8/1000g	17.8	1.71%	
	永和豆浆	15.8/1000g	15.8	-9.71%	
	黑牛	35.8/1800g	19.9	13.71%	
	皇室	25.9/1500g	17.3	-1.14%	
	穗格氏	68.8/2000g	34.3	96.00%	
	维维	21/1500g	14.0	-20.00%	
	福事多	19.9/1360g	14.7	-16.00%	
	欧扎克	39.8/600g	66.3	278.86%	
	Seitenbacher	109.9/500g	219.8	1156.00%	
	混合麦片	西麦	26.9/450g	59.8	/
		桂格	19.9/420g	47.4	-20.74%
		雀巢	63/1200g	52.5	-12.21%
黑牛		78/1000g	78	30.43%	
维多麦		22.9/375g	61.1	2.17%	
金味		28.8/600g	48	-19.73%	
益汇坊		32.8/1000g	32.8	-45.15%	
维维		39/400g	97.5	63.04%	
家乐氏		59.9/934g	64.1	-20.74%	
卡乐比		100.3/700g	143.2	-12.21%	
福事多		35.9/1000g	35.9	30.43%	
欧扎克		59.9/750g	79.9	2.17%	
Seitenbacher		119/500g	238	-19.73%	

资料来源: 京东商城, 长城证券研究所

图 41: 销量榜上西麦排名较前

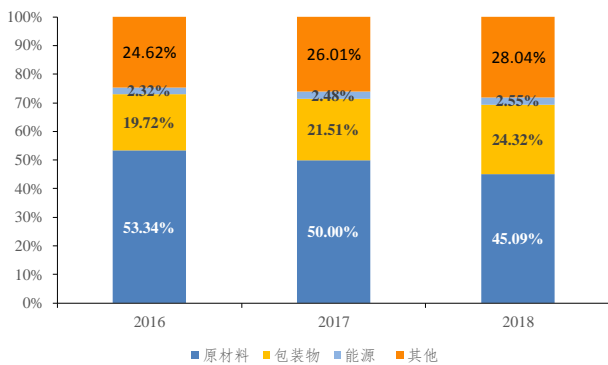


资料来源: 排行榜 123 网, 长城证券研究所

5. 进口燕麦为主，汇率及采购影响逐步缩小

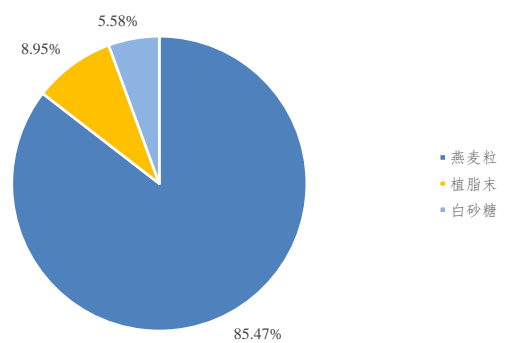
成本构成中原材料占比较大，燕麦粒为主要原材料。公司的成本包括原材料、包材（包装大袋、包装罐、包装礼盒及包装纸箱）等，其中原材料占比一直较大，18年占比达45.1%。西麦的原材料包括燕麦粒、植脂末、白砂糖，其中燕麦粒决定燕麦产品的口感、营养、品质等，是最为重要的原材料，18年在原材料中占比高达85.5%，在生产成本中占比高达38.5%。

图 42: 18 年原材料占西麦成本的 45.1%，占比较大



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

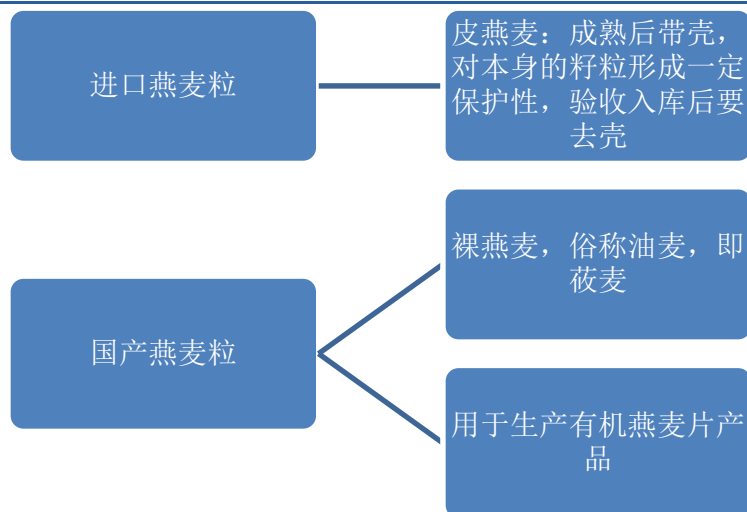
图 43: 18 年西麦原材料构成中燕麦粒占比高达 85.5%



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

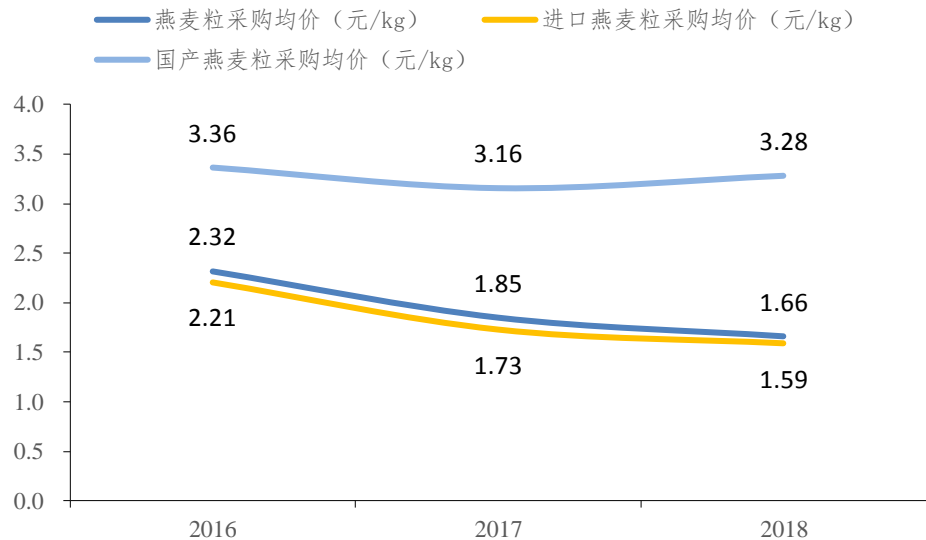
同时采购进口燕麦粒与国产燕麦粒，进口燕麦粒采购占比较大。公司同时采购进口燕麦粒与国产燕麦粒，进口燕麦粒与国产燕麦粒产品种类不同，因此产出的产品口感也略有差异。由于澳大利亚 16 年燕麦大幅增产，进口燕麦粒的采购均价较国产燕麦粒低，且品质优良，受消费者认可度强，进口燕麦粒占公司燕麦粒采购总量约 90%。尽管国产燕麦粒价格略高，西麦也会采购国产燕麦粒用于生产经过相应有机认证的有机燕麦片产品，丰富自身的产品组合。

图 44: 西麦同时采用进口燕麦粒和国产燕麦粒作为原材料



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

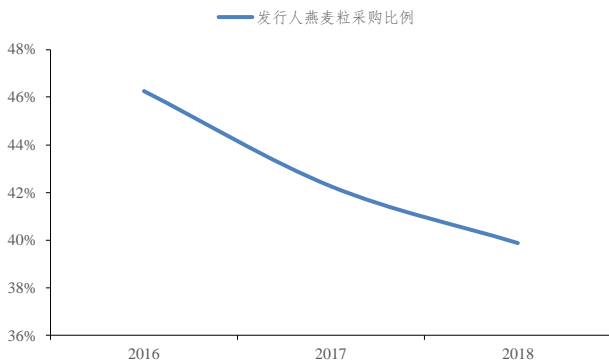
图 45: 17 年来西麦燕麦粒平均采购均价下降



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

与供应商合作时间较长, 原材料供应稳定。公司的采购部和国际贸易部负责采购原材料, 大部分原材料皆是向厂家直接采购。公司通过与主要的供应商分批次签署采购合同进行采购, 与主要供应商的合作时间皆较长, 已形成较为稳定且良好的合作关系, 原材料供应较为稳定。西麦的主要供应商为澳洲谷物股份有限公司, 16 年向其采购金额占比为 37.5%, 18 年已降至 30.9%。近年来前五大燕麦粒供应商采购金额占比逐年下滑, 18 年下滑至 39.9%, 采购渠道持续增加。

图 46: 西麦向前五大燕麦粒供应商采购金额占比逐年下降



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 47: 公司燕麦粒的主要供应商情况

公司名称	合作时间	其他
澳洲谷物股份有限公司	2007 年开始合作	位西澳大利亚州, 股东 CBH 集团是澳洲排名靠前的粮食谷物提供商
澳洲优质谷物经营有限公司	2011 年开始合作	位西澳大利亚州
澳洲澳客谷物有限公司	2015 年开始合作	位新南威尔士州(澳大利亚东部), 是东澳区域知名的粮食谷物提供商

资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

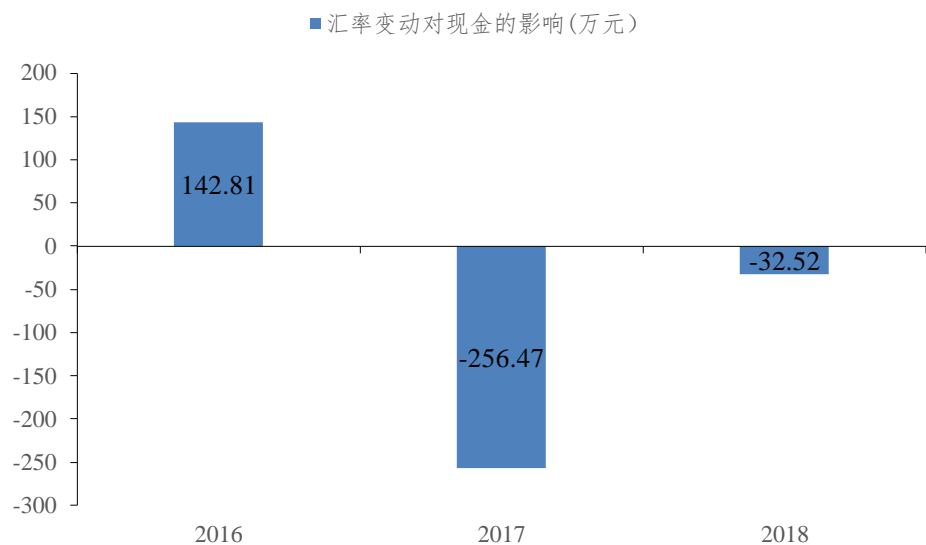
通过合同锁价, 远期锁汇率, 原材料采购及汇率影响逐步缩小。公司通过与供应商分批次签订采购合同提前锁价, 合同约定的发货期间可长达 3-9 个月, 因此燕麦粒平均单价变动对其业绩影响较为稳定。18 年燕麦粒平均单价下降 1%, 其营业毛利变动比达 0.24%, 利润总额变动比达 0.82%。此外, 公司进口燕麦粒主要采用美元计价, 但是公司通过采用远期等方式提前锁定汇率, 减小汇率变动带来的影响, 18 年汇率变动对西麦现金的影响逐渐减弱。

表 7: 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, 长城证券研究所

图 48: 17 年来汇率变动对公司现金的影响逐渐减弱



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

中国燕麦行业正处于快速发展期, 目前我国人均燕麦消费金额和消费量均较低, 较饮食习惯相近的日本仍有较大差距。燕麦具有降糖、降脂作用, 除目前主流的作为早餐、代餐食用外, 还可进行品类延伸至休闲食品、饮料行业, 消费场景丰富。未来随着燕麦消费习惯越发成熟、饮食西化、健康化发展, 燕麦行业成长空间非常广阔。公司专注精耕燕麦行业近二十年, 目前已稳定处于行业第一梯队, 构建出规模、渠道、品牌的竞争壁垒: 规模优势下具有成本优势, 资金运用效率高; 直营和经销并行下全渠道布局, 销售人员和经销商创收能力强, 经营效率高; 主品牌面向中老年人群, 品牌形象深入人心。未来随着品牌向年轻消费群体延伸、产品品类延伸扩大消费场景、渠道多元化和进一步精耕, 公司的核心优势有望进一步加强。

我们预计 19-21 年公司收入分别增长 12.0%、13.9%与 17.1%, 公司净利+5.0%、+13.4%、+17.3%, EPS 分别为 1.80、2.04、2.39 元, 对应 PE 分别为 31、27、23 倍。西麦具有规

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“推荐”评级。

表 8: 盈利预测

		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯 燕 麦片	销售收入	388	460	538	603	688
	YOY	17%	19%	17%	12%	14%
	毛利率	55.5%	60.7%	63.6%	60.0%	60.2%
复 合 燕 麦 片	营业收入	229	239	285	320	365
	YOY	1%	5%	19%	12%	14%
	毛利率	60.6%	59.9%	60.0%	61.5%	61.8%
其 他 主 营 业务	销售收入	10	13	19	20	21
	YOY	31%	40%	43%	5%	5%
	毛利率	22.9%	30.9%	35.0%	35.0%	35.0%
其 他 业务	销售收入	4	7	8	9	11
	YOY	18%	49%	19%	19%	19%
	毛利率	44.2%	52.6%	64.0%	64.0%	64.0%
合计	销售收入	631	720	851	953	1,085
	Yoy	11%	14%	18%	12%	14%
	平均毛利率	56.9%	59.8%	61.5%	59.7%	60.0%

资料来源：长城证券研究所

7. 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。

7.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	719.51	850.85	953.01	1085.08	1270.87	成长性					
营业成本	289.02	325.66	383.68	434.04	502.82	营业收入增长	14.1%	18.3%	12.0%	13.9%	17.1%
营业费用	251.00	330.90	364.05	417.76	493.10	营业成本增长	6.0%	12.7%	17.8%	13.1%	15.8%
管理费用	59.68	37.86	42.40	48.28	56.54	营业利润增长	6.7%	39.1%	1.5%	14.7%	17.9%
研发费用	2.44	3.24	4.29	4.67	5.08	利润总额增长	0.0%	38.2%	3.8%	14.0%	17.0%
财务费用	2.48	-1.15	-0.92	-5.00	-7.19	净利润增长	7.2%	35.2%	5.0%	13.4%	17.3%
其他收益	5.45	3.32	4.39	3.85	4.12	盈利能力					
投资净收益	5.35	7.45	6.32	6.52	6.41	毛利率(%)	59.8%	61.7%	59.7%	60.0%	60.4%
营业利润	112.02	155.78	158.07	181.37	213.82	销售净利率(%)	14.1%	16.1%	15.1%	15.0%	15.0%
营业外收支	0.54	-0.20	3.44	2.83	1.65	ROE(%)	26.2%	26.2%	21.6%	19.7%	18.7%
利润总额	112.56	155.59	161.51	184.20	215.48	ROIC(%)	129.2%	88.7%	132.5%	105.8%	145.8%
所得税	11.31	18.73	17.84	21.26	24.34	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	34.9%	38.9%	38.2%	38.5%	38.8%
净利润	101.25	136.85	143.67	162.94	191.14	管理费用/营业收入	8.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
						研发费用/营业收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.6%
					(百万)	投资收益/营业利润	4.8%	4.8%	4.0%	3.6%	3.0%
流动资产	466.39	561.22	753.72	911.40	1143.75	所得税/利润总额	10.1%	12.0%	11.0%	11.5%	11.3%
货币资金	354.07	406.48	594.57	718.07	931.09	应收账款周转率	14.76	17.31	17.31	17.31	17.31
应收票据及应收账款	41.64	56.65	53.45	71.90	74.91	存货周转率	5.92	5.29	5.29	5.29	5.29
其他应收款	0.98	1.14	1.23	1.47	1.70	流动资产周转率	1.57	1.66	1.45	1.30	1.24
存货	53.15	69.92	75.08	88.95	101.08	总资产周转率	1.21	1.26	1.12	1.04	1.02
非流动资产	139.34	187.64	200.64	212.73	231.14	偿债能力					
固定资产	112.98	106.54	123.80	141.07	161.95	资产负债率(%)	36.3%	30.2%	28.1%	24.5%	24.3%
资产总计	605.73	748.86	954.35	1124.12	1374.89	流动比率	2.16	2.52	2.85	3.36	3.46
流动负债	216.05	222.28	264.10	270.93	330.56	速动比率	1.84	2.09	2.46	2.92	3.05
短期借款	39.00	30.00	30.00	30.00	30.00	每股指标 (元)					
应付账款	125.04	122.37	169.12	160.62	221.38	EPS	1.27	1.71	1.80	2.04	2.39
非流动负债	3.96	4.05	4.05	4.05	4.05	每股净资产	4.82	6.53	8.33	10.36	12.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	2.94	1.41	2.33	1.74	2.96
负债合计	220.01	226.33	268.15	274.99	334.61	每股经营现金/EPS	2.32	0.82	1.30	0.86	1.24
股东权益	385.72	522.53	666.20	829.14	1020.27						
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00	估值					
留存收益	135.63	272.44	416.11	579.05	770.19	PE	44.05	32.59	31.04	27.37	23.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	2.35	1.19	2.07	1.59	1.98
负债和股东权益	605.73	748.86	954.35	1124.12	1374.89	PEG	11.56	8.54	6.69	5.38	4.37
现金流量表					(百万)	P/B	35.49	25.99	24.28	20.82	16.90
经营活动现金流	126.57	130.42	186.28	139.34	236.68	EV/EBITDA	5.77	4.80	4.09	3.48	2.80
其中营运资本减少	125.88	-27.20	37.42	-27.35	40.30	EV/SALES	9.68	7.34	5.57	4.37	3.38
投资活动现金流	161.60	-55.57	-19.11	-20.84	-30.85	ROIC/WACC	12.48	8.57	12.80	10.18	13.97
其中资本支出	8.63	65.32	13.00	12.09	18.41	REP	0.78	0.86	0.44	0.43	0.24
融资活动现金流	-109.44	-12.99	20.92	5.00	7.19						
净现金总变化	176.17	61.54	188.09	123.50	213.03						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>