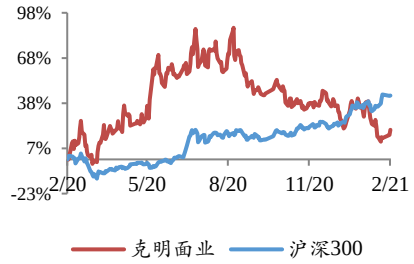
# 成本蓄势，品类并进，重回增长快车道

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2021-02-19

| | |
|---|---|
| 收盘价（元） | 17.05 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 26.77/13.82 |
| 总股本（百万股） | 335 |
| 流通股本（百万股） | 329 |
| 流通股比例（%） | 98.16 |
| 总市值（亿元） | 57 |
| 流通市值（亿元） | 56 |

**公司价格与沪深 300 走势比较**




**分析师：文献**

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

**相关报告**

**主要观点：**

- **摘要：**2011-2018 年,中高端挂面驱动，克明量利年复合增速超过 16%。2018-2020 年，新管理层重建了供应链，产能依托原料地，面粉基本自供，打造成本竞争力，抢占中低端挂面市场战略 2021 年将加速，品牌、渠道、团队优势合力，应能快速收割行业集中度提升红利。非油炸方便面、湿面布局初成，品类组合符合趋势，空间广阔。夯实中低端市场基础，将提升长期竞争力，战略、战术探索中，管理层更成熟，财务指标或正随投入产出波动走出低谷，低估值带来高安全边际，虽行业和公司不显眼，未来亦值得期待，买入。
- **挂面消费基数大，龙头企业有望推进行业整合。**挂面消费基础广泛，市场容量约 1,000 万吨。销售渠道以传统渠道为主，现代渠道、线上渠道保持增长。行业集中度低，领先企业将依靠规模和渠道优势逐步获取地方企业的市场份额，发展空间广阔。
- **公司当下战略重心是加速提升挂面市占率。（1）供应端，规模稳居第一梯队，成本优势逐步确立。**公司挂面产能达到 60 万吨，其中优质小麦产区 50 万吨，另有超过 40 万吨产能规划。为增强高性价比产品的竞争优势，公司一方面自建面粉加工能力，2021 年自供比例超过 80%，一方面加速产能汰旧换新，压控制造费用，初步测算可降低生产成本 3 个百分点；**（2）市场端，销售渠道扬长补短，品牌势能提升动销。**挂面传统渠道规模大，市场分散，随着公司发力高性价比产品，发展经销商深耕传统渠道，有望带动规模快速成长，提升公司整体市占率。公司在现代渠道有绝对优势，挂面的销额份额和单点卖力保持大幅领先，分别达到 21%和 24%，长期来看享受现代渠道增长红利。公司借助快消品的营销理念，大力投入品牌宣传，致力于打造“挂面第一品牌”，消费者忠诚度保持领先，有助于全渠道动销。
- **积极推进多元化布局，研发提供有力保障。**公司方便面和湿面业务年均增速在 25%以上，毛利水平在 30%左右，随着业务比重增加，有望贡献利润增量。公司持续进行研发投入，加强技术储备，长期驱动挂面升级和品类扩展。
- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**公司在利润增长的前提下加速规模扩张，巩固市场地位。预计 2020-2022 年公司营收 38.86、48.49、60.64 亿元，同比增长 28%/25%/25%，归母净利润为 3.08、3.25、4.06 亿元，同比增长 49%/5%/25%，EPS 分别为 0.92、0.97、1.21，对应 PE 分别为 19.3、18.4、14.7，参照可比公司 PE，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能建设风险，食品安全风险，行业竞争风险。

**重要财务指标** 单位:百万元

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 3034 | 3886 | 4849 | 6064 |
| 收入同比（%） | 6.2% | 28.1% | 24.8% | 25.1% |
| 归属母公司净利润 | 207 | 308 | 325 | 406 |
| 净利润同比（%） | 11.2% | 49.1% | 5.3% | 25.2% |
| 毛利率（%） | 24.6% | 23.0% | 22.7% | 22.8% |
| ROE（%） | 9.2% | 12.3% | 9.4% | 10.6% |
| 每股收益（元） | 0.62 | 0.92 | 0.97 | 1.21 |
| P/E | 18.45 | 19.33 | 18.36 | 14.66 |
| P/B | 1.70 | 2.38 | 1.72 | 1.55 |
| EV/EBITDA | 11.94 | 11.95 | 11.52 | 9.44 |

资料来源： wind，华安证券研究所

# 正文目录

**一、坚守三十五年，领跑挂面行业 ..... 5**

1.1 我国挂面行业的先行者和领导者 ..... 5
1.2 股权架构稳定，股权激励充分，高管团队年富力强 ..... 6
1.3 产品以挂面为基础双向拓展 ..... 7
1.4 打造优质麦源地产能，南方区销售保持领先 ..... 8
1.5 财务指标整体向好 ..... 9

**二、挂面行业加速洗牌，龙头迎来整合机遇 ..... 11**

2.1 消费基础广泛，消费频次居中 ..... 11
2.2 供应增长逐步放缓，行业集中度有待提升 ..... 12
2.3 传统渠道占比大，现代渠道、线上渠道保持增长 ..... 16

**三、多管齐下打造业绩高增驱动力 ..... 17**

3.1 规模处于第一梯队，成本优势逐步确立 ..... 17
3.2 销售渠道扬长补短，品牌势能提升动销 ..... 20
3.3 积极推进多元化布局，研发提供有力保障 ..... 23
3.4 成本控制、渠道掌控、产品创新共筑公司业绩护城河 ..... 27

**四、盈利预测与投资建议 ..... 28**

4.1 盈利预测 ..... 28
4.2 投资建议 ..... 29

**风险提示： ..... 30**

**财务报表与盈利预测 ..... 31**

# 图表目录

图表 1 公司发展历程中的重要事件 ..... 6
图表 2 公司股权结构示意图 ..... 6
图表 3 公司高管团队介绍 ..... 7
图表 4 公司产品以挂面为基础双向拓展 ..... 7
图表 5 公司挂面产能在优质麦源地实现集中布局 ..... 8
图表 6 华中、华东和华南是公司主要销区（亿元） ..... 9
图表 7 挂面是公司最主要的收入构成（2019 年） ..... 9
图表 8 挂面是公司最主要的毛利额构成（2019 年） ..... 9
图表 9 公司营收整体保持较快增长 ..... 10
图表 10 公司净利润波动上升 ..... 10
图表 11 公司毛利率与净利率基本稳定 ..... 10
图表 12 公司费用率有所上升 ..... 10
图表 13 挂面消费频次以每周 1-2 次为主 ..... 11
图表 14 挂面消费时间以早晚餐为主 ..... 11
图表 15 挂面消费属性对比 ..... 11
图表 16 我国挂面总产能增长放缓 ..... 12
图表 17 挂面销量增长是驱动行业增长主要因素 ..... 12
图表 18 挂面领先企业的零售市场份额仍较低 ..... 13
图表 19 方便面零售市场集中度高（2020 年） ..... 13
图表 20 24 家挂面企业平均出厂价增长乏力（元/千克） ..... 14
图表 21 我国挂面企业数量急剧减少（家） ..... 14
图表 22 挂面生产向自动化、智能化、信息化方向发展 ..... 14
图表 23 日本面条品类零售额变化（十亿日元） ..... 15
图表 24 面条分类情况 ..... 15
图表 25 面条品类生命周期对比 ..... 15
图表 26 城市消费者主要在现代渠道购买挂面 ..... 16
图表 27 挂面销售以传统渠道为主，现代渠道、线上渠道保持增长 ..... 17
图表 28 挂面主要企业产量分布（2019 年） ..... 17
图表 29 公司挂面产能规划（万吨） ..... 18
图表 30 每年新麦上市致使小麦价格出现周期低点 ..... 19
图表 31 公司面粉自供比例不断提升 ..... 19
图表 32 主要挂面企业生产线对比 ..... 19
图表 33 公司制造费用还有下降空间（元/吨） ..... 19
图表 34 公司人均创收创利稳步上升 ..... 20
图表 35 公司低价格带布局存在短板 ..... 20
图表 36 公司挂面销售渠道示意图 ..... 21
图表 37 挂面不同档次产品的渠道价值链（元/吨） ..... 21
图表 38 公司现代渠道销额份额保持领先（%） ..... 22
图表 39 公司现代渠道单点卖力保持领先（%） ..... 22
图表 40 我国连锁百强门店个数不断增长 ..... 22
图表 41 我国连锁百强年度销售额不断增长 ..... 22

图表 42 公司品牌建设初见成效 ..... 23
图表 43 我国不同年龄段和地域人群面条消费比例预测 ..... 23
图表 44 公司推出的面条新品 ..... 24
图表 45 方便面和湿面销售收入较快增长（亿元） ..... 24
图表 46 公司加强湿面和方便面产能投入（万吨） ..... 24
图表 47 方便面和新兴面条品类毛利率较高 ..... 25
图表 48 我国连锁餐饮市场加速成长 ..... 25
图表 49 我国便利店数量保持增长 ..... 25
图表 50 公司每年研发投入均超过 3,000 万元 ..... 26
图表 51 公司技术人员占比始终处于 5%以上 ..... 26
图表 52 公司历年申请专利数量 ..... 26
图表 53 公司发明和实用新型专利数量 ..... 26
图表 54 公司专利布局情况整理 ..... 27
图表 55 公司商业模式的微笑曲线 ..... 27
图表 56 公司营收拆分预测 ..... 28
图表 57 公司毛利率与费用率预测 ..... 29
图表 58 可比公司 PE 一致预测 ..... 29

# 一、坚守三十五年，领跑挂面行业

## 1.1 我国挂面行业的先行者和领导者

公司业务起源于 1984 年的湖南南县，经过多年发展，2012 年在深圳证券交易所中小板成功挂牌上市。公司是农业产业化国家重点龙头企业，国家高新技术企业，全国主食加工示范企业。“陈克明 CKM 及图形商标”为“中国驰名商标”。公司先后被授予“全国诚信粮油企业”、“湖南省高新技术企业”,获得“国家科学技术进步二等奖”、“湖南省科学技术进步一等奖”等荣誉称号。

公司在河南遂平、延津，湖北武汉，湖南长沙、南县等地建设有大规模的标准化生产加工基地。公司业务以挂面的研发生产销售为主，其产能、销售额、市场占有率均名列行业前茅。

公司发展历程主要分为三个阶段:

**初创阶段（1984—2000 年）：群雄逐鹿，抢占挂面市场先机**

1984 年 5 月，“陈克明”牌面条正式面世。早期主要是以手工作坊形式生产，90 年代，随着行业从日本引进先进的索道式烘干工艺，建立了烘烤房，不断改良生产设备；1997 年到 2000 年，克明有限公司公司正式成立，开始工业化生产，产品走出益阳，行销湖南。上个世纪 90 年代末，随着国内粮食流通体制改革和人民人均收入的提高，挂面的营养性以及品牌性越来越受到市场的关注，公司根据市场需求不断推出多款系列挂面，其中包括营养、高筋、强力以及如意系列。宽泛的产品价格带分布使得公司产品在市场上的客户群体较广，上至高价的营养面系列，下至低价的如意面系列。在此期间，“陈克明”面条荣获“湖南省名牌产品”称号。

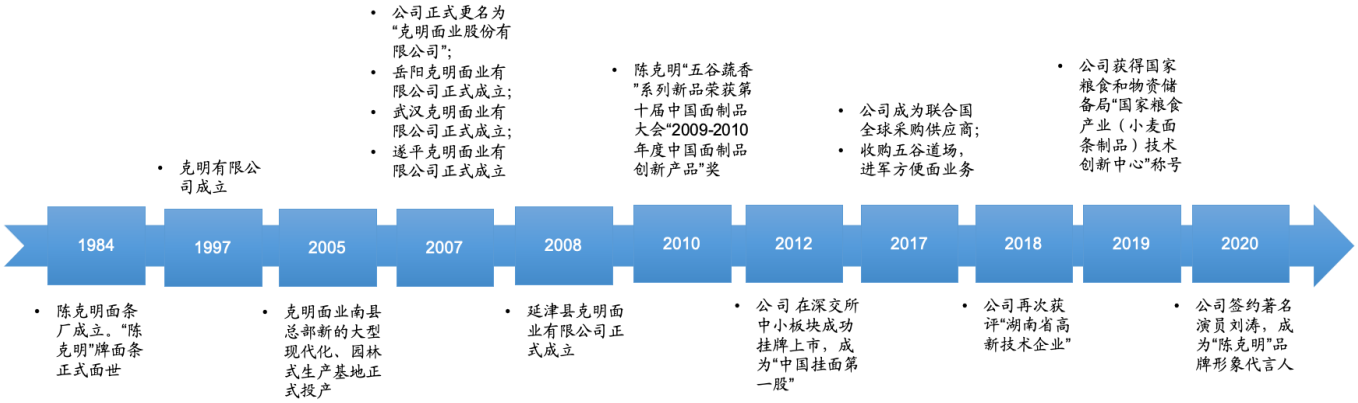
**高速发展阶段（2001—2015 年）：产能扩张，市占率不断提高**

自 2000 年后,国家和地方政府就不断推出并进一步明确农业的优惠政策，包括“重点推进米面类加工和开发，推动传统主食生产工业化”。公司把握政策机遇，不断在全国范围内扩大产能投放，公司产能从 2009 年的 15.68 万吨增长到了 2015 年 26 万吨，增幅达到了 67%。随着产能的快速扩张以及公司品牌的建立，公司在挂面市场上迅速抢占市场份额，中国食品工业协会统计数据显示，公司市占率从 2009 年的 4.78%迅速攀升到了 2015 年的 18.45%。主营业务收入从 2009 年的 4.7 亿元增长达到了 2015 年的 18.9 亿元，挂面四大系列都实现了明显的增长。

**战略转型阶段（2016 年至今）：管理层换届改革，业务纵向横向加速拓展**

2016 年，公司核心管理层进行新老接班，创始人之子陈宏担任总经理，相应高管团队也进行大幅调整。主要管理层变化标志着公司进入全新的发展阶段。公司在陈克明带领下主要聚焦中高端挂面业务的发展，在此基础上，新团队一方面着眼于向产业链上游延伸，不断强化对于上游小麦的把控，有效降低原材料成本，从而加快向低端挂面市场的扩张速度，一方面开拓眼界，尝试湿面、方便面多品类的布局，实现横向延伸，打破公司长期成长空间的天花板。

图表 1 公司发展历程中的重要事件



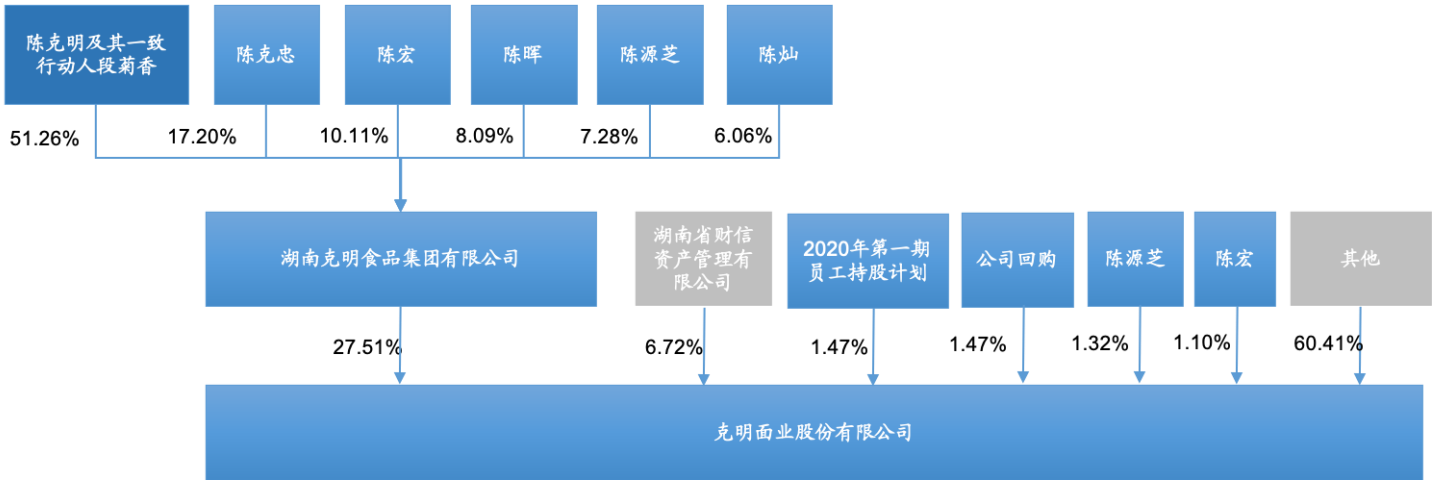

资料来源：公司官网、公司年报，华安证券研究所

## 1.2 股权架构稳定，股权激励充分，高管团队年富力强

**公司创始人家族握有公司控制权。**陈克明是公司创始人和实控人，现任公司董事长。陈克明、段菊香夫妇通过湖南克明食品有限公司间接持有公司 14.10%的股份，与陈克明关系密切的家族成员通过湖南克明食品集团有限公司或直接持有公司股份合计达到 14.95%。陈氏家族成员合计持有公司股比接近 30%，对公司具有较强的控制力。

**公司通过员工持股和股权激励实现股东、管理层和员工利益深度绑定。**公司历史上推出了两期员工持股计划和股权激励计划，推动公司业绩稳步增长。2020 年，公司推出新一期员工持股计划，实际认购资金总额为 2954.5 万元，价格为 6.00 元/股，占公司总股本的 1.47%。

图表 2 公司股权结构示意图




资料来源：wind，华安证券研究所

**公司现任管理层年富力强，经验丰富。**2016 年以来，陈宏子承父业，开始正式接手公司的管理任务并担任总经理，逐步形成了全新的管理团队，陈宏本人具有丰富行业经验，曾负责公司华东市场开拓，实现华东业务高速增长。公司高管团队平均年龄 41 岁，专业化程度高，且大部分司龄超过 10 年，行业履历较为资深。

图表 3 公司高管团队介绍

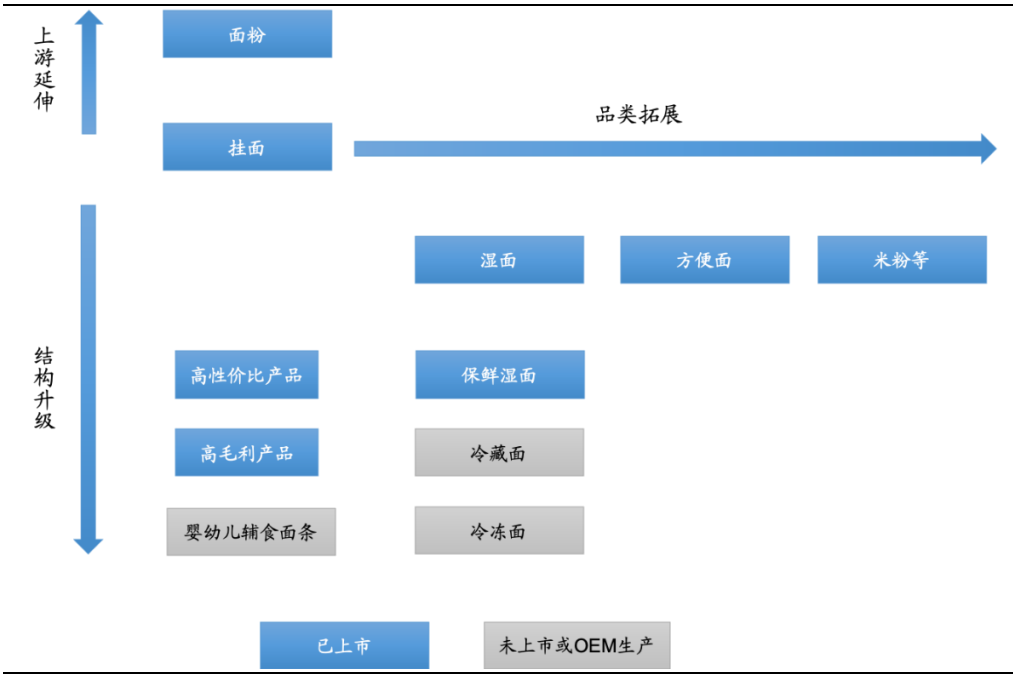
| 姓名 | 年龄 | 职位 | 职责 |
|---|---|---|---|
| 陈宏 | 41 | 董事，总经理 | 负责公司整体运营 |
| 陈燕 | 36 | 董事会秘书 | 负责公司的对外信息披露和董事会日常事务性工作 |
| 张瑶 | 48 | 副总经理 | 主要负责基建 |
| 张军辉 | 39 | 副总经理 | 主要负责生产 |
| 杨波 | 41 | 副总经理 | 主要负责市场营销 |
| 张晓 | 37 | 副总经理 | 主要负责销售 |
| 张博栋 | 52 | 副总经理 | 主要负责人力行政事务 |
| 李锐 | 37 | 副总经理 | 主要负责财务 |

资料来源：公司年报，华安证券研究所

## 1.3 产品以挂面为基础双向拓展

**公司产品以挂面为主，湿面和方便面为辅。**（1）挂面业务是公司的主要收入来源。挂面细分品类齐全，之前按照高中低档分为营养、高筋、强力以及如意面四个系列，随着公司不断拓展产品价格带下沿，目前产品大致分为高性价比系列和高毛利系列。为满足不断细分的消费需求，公司为追求健康的人群推出了大比例添加的杂粮挂面，为婴幼儿推出了儿童面及婴幼儿辅食面条。（2）公司在挂面业务稳定发展的基础之上不断拓展新品类，如湿面、米粉等。2017 年，公司通过收购五谷道场引进非油炸方便面业务，同时以保鲜湿面为突破口，加大对湿面业务的布局。（3）除了在面品业务上的横向拓展，公司加速向小麦产业链上游延伸，通过自建面粉加工产能减轻原材料成本波动对于公司经营情况的影响，同时向市场推出小包装面粉等产品，实现面粉、面条的销售协同。

图表 4 公司产品以挂面为基础双向拓展

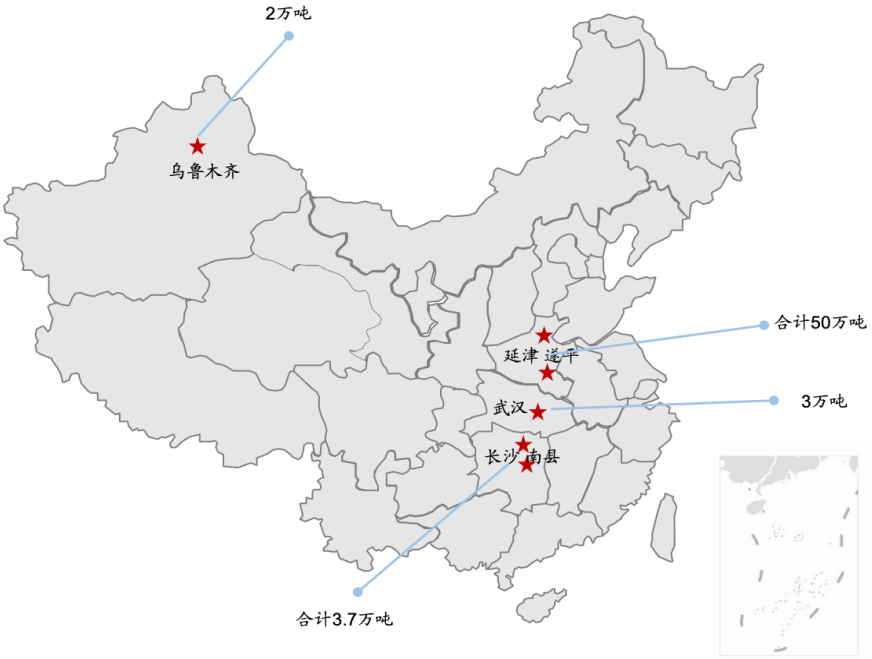



资料来源：公司年报，华安证券研究所

## 1.4 打造优质麦源地产能，南方区销售保持领先

**在小麦产区打造核心产能，面粉逐步实现自供。**目前公司共有 6 个挂面生产基地，除利用进口哈麦的新疆工厂外，主要分布于华中地区。目前挂面年产能合计接近 60 万吨。其中延津和遂平工厂位于我国小麦主产区河南，合计产能超过 50 万吨，是公司的核心工厂，预计遂平产能还有较大提升幅度。公司在成都和嘉兴的产能正在建设中，主要面向销区，嘉兴将同时配套湿面产能。同时，公司规划逐步提升整体的面粉自供比率。目前延津 20 万吨挂面已实现面粉 100%自供，随着遂平面粉工厂逐步投产，预计 2021 年公司挂面面粉自供比例将超过 80%。

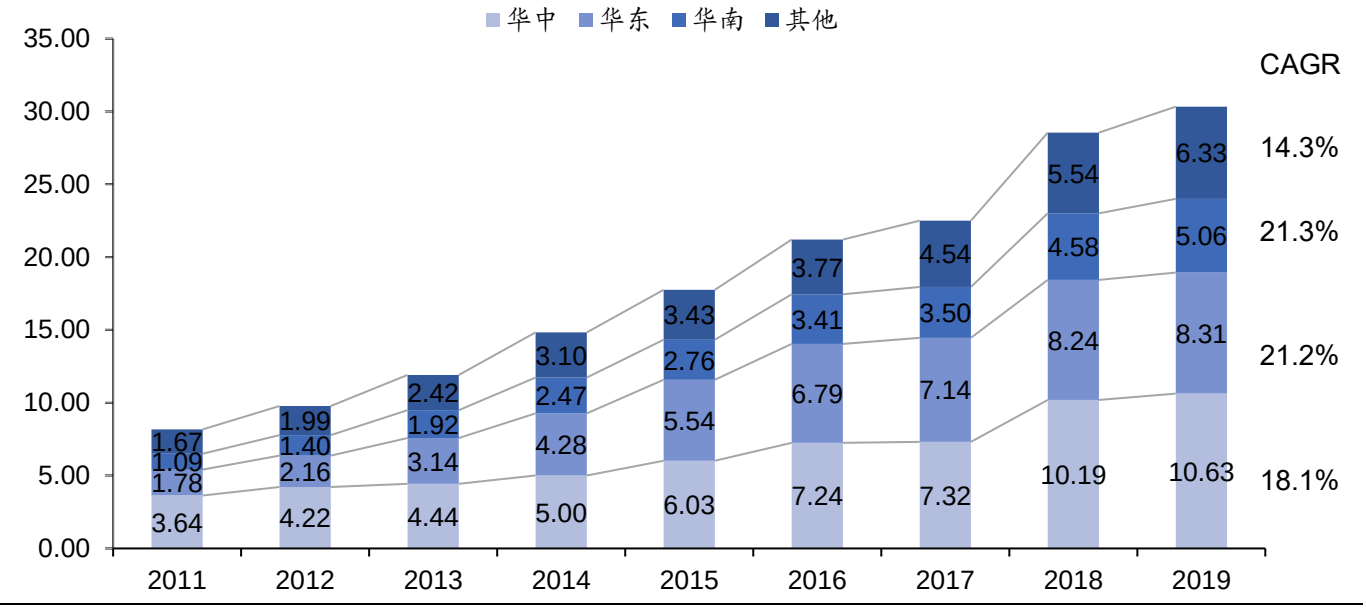
**图表 5 公司挂面产能在优质麦源地实现集中布局**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**公司优势销售区域为华中、华南、华东。**2019 年华中、华东和华南地区的收入占比分别达到 35%，27%和 17%，近十年保持 20%左右的高速增长，其中华中、华东占比合计超过 50%，是公司销售竞争力最强的两大市场。公司在东北、华北、西南和西北销售收入占比在 20%左右，年化增速不及 15%，特别由于地理距离、口味差别、市场进入时间等影响，包括东北、华北、西北在内的北方市场是公司传统弱项，收入占比始终在 10%左右徘徊。而华北、西北是我国传统的面条消费重点区域，市场容量大，随着公司加强高性价比产品布局，未来销售规模还有较大提升空间。

图表 6 华中、华东和华南是公司主要销区（亿元）

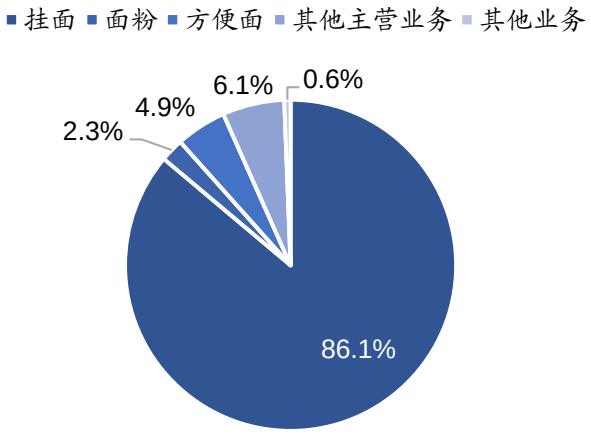



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.5 财务指标整体向好

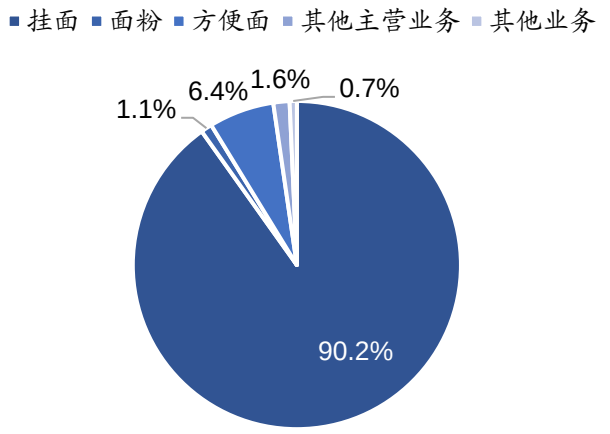
**挂面贡献主要量利。**挂面业务约占公司营收和毛利额的 90%左右，其余为方便面、面粉和其他主营业务（湿面、米粉）。

图表 7 挂面是公司最主要的收入构成（2019 年）




资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 挂面是公司最主要的毛利额构成（2019 年）

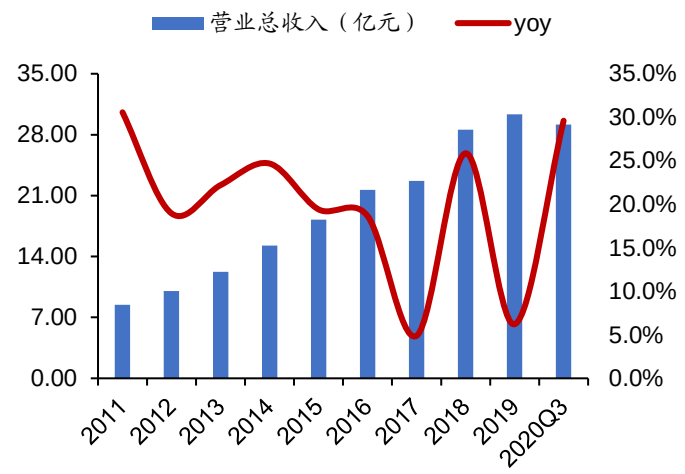



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**上市以来公司收入利润保持上升态势。**（1）2011-2019 年公司营业收入从 8.43 亿增长到 30.34 亿元，年均复合增速达到 17%。2017 年收入增长放缓主要因 2016 年下半年提价导致渠道库存积压所致，2019 年收入增长放缓或与公司高性价比产品放量有关。（2）2011-2019 年公司净利润从 0.66 亿元增长到 2.07 亿元，年均复合增速达到 15%。除 2017 年公司收购五谷道场计提商誉减值准备导致净利下滑外，净利增速总体呈现波动上升态势。（3）2020 年疫情居家消费需求推动公司量利大幅

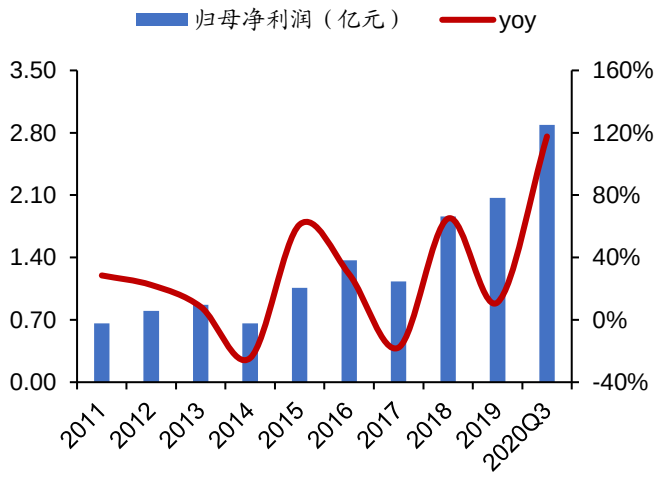
增长，2020 年前三季度分别实现营收 29.16 亿元和净利润 2.89 亿元。

**图表 9 公司营收整体保持较快增长**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

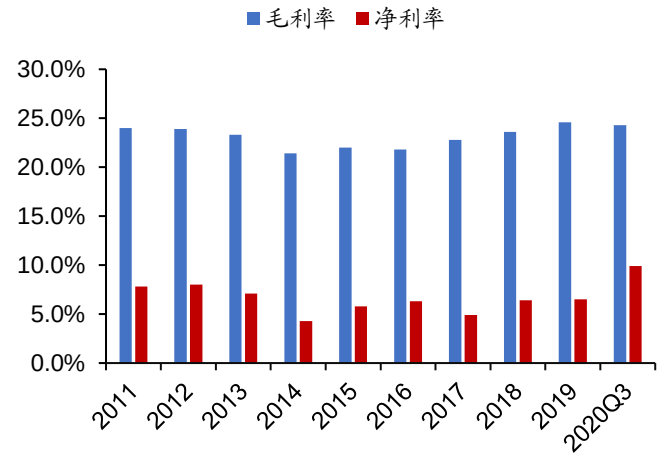
**图表 10 公司净利润波动上升**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

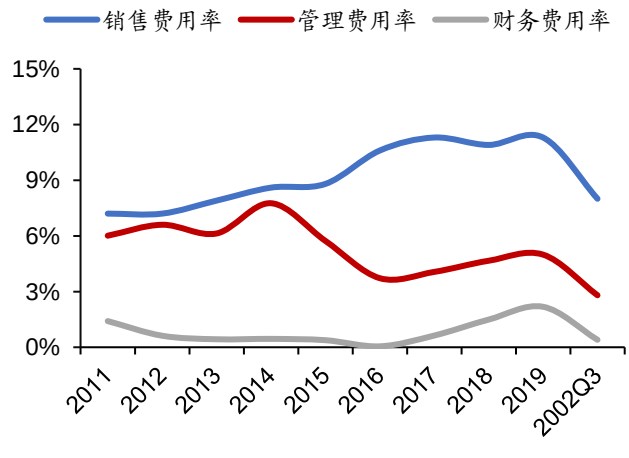
**公司毛利率、净利率行业领先，费用率有所增长。**（1）得益于中高端产品占比稳定，公司毛利率和净利率总体分别维持在 22%和 5%水平，领先挂面行业同类公司。（2）2016 年开始，公司三费进入上行通道。伴随销售体系精细化改革措施落地和品牌投入强度增加，公司销售费用率持续上涨。管理费用率也有所提升，主要因公司产能汰旧换新影响。财务费用率较快增长，主要由于公司原料采购及产能建设带来的资金需求。但随着规模效应逐步显现和管理效率不断优化，公司费用率将得到有效控制。（3）2020 年挂面市场需求旺盛，终端对价格敏感性降低，同时促销力度减弱，推动公司销售费用率下降和净利率增加。同时，公司优化资金安排，有息负债大幅减少，财务费用率也同步下降。

**图表 11 公司毛利率与净利率基本稳定**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 12 公司费用率有所上升**



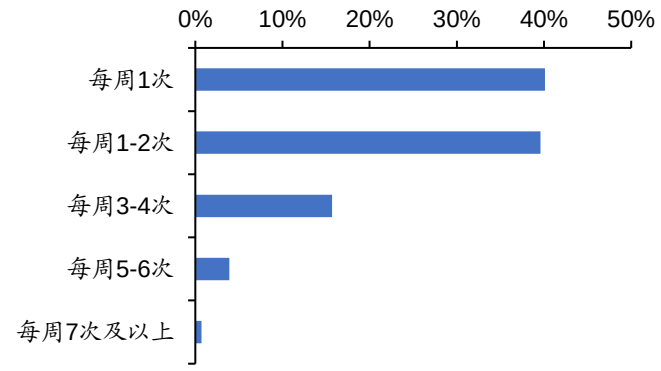

资料来源：公司公告，华安证券研究所

# 二、挂面行业加速洗牌，龙头迎来整合机遇

## 2.1 消费基础广泛，消费频次居中

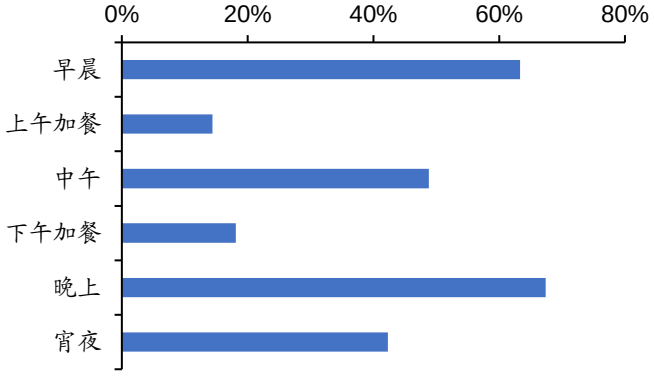
**我国是世界上最大的挂面生产国及消费国，挂面有广大的消费群体。**根据北京、上海、深圳、武汉、郑州五地样本量 1,000 人的问卷调查结果，挂面每周消费 2 次以内的人数占比达到 80%。如按照每人每次食用 100 g，每周消费 1.5 次保守推算，我国挂面饱和消费容量约为 1,000 万吨。

**图表 13 挂面消费频次以每周 1-2 次为主**




资料来源：华安证券研究所整理

**图表 14 挂面消费时间以早晚餐为主**




资料来源：华安证券研究所整理

**挂面是具有方便食品属性的“中速消费品”。**一方面，挂面购买频次介入与大米、面粉等主粮和方便面之间，属于中频复购产品，另一方面，虽然同样是在厨房使用，挂面制作方便程度高于大米、面粉，因此消费时间主要集中于早晨和晚上，但即食性又低于方便面等方便食品。挂面的产品属性决定其产品内在的重要性，要强过一般快消品，消费者更加关注产品的性价比、口感等要素。同时，购买频次较高决定挂面的铺市率须高过粮油类产品，方便消费者复购。

**图表 15 挂面消费属性对比**

| 主粮产品 | 主食产品 | 快消品 |
| --- | --- | --- |
| 必需品，厨房场景，倾向于正餐，消费频次低 | 必需品，厨房场景，倾向于简餐，消费频次介于二者之间 | 即食，不限于厨房场景，消费频次较高 |
|  |  |  |

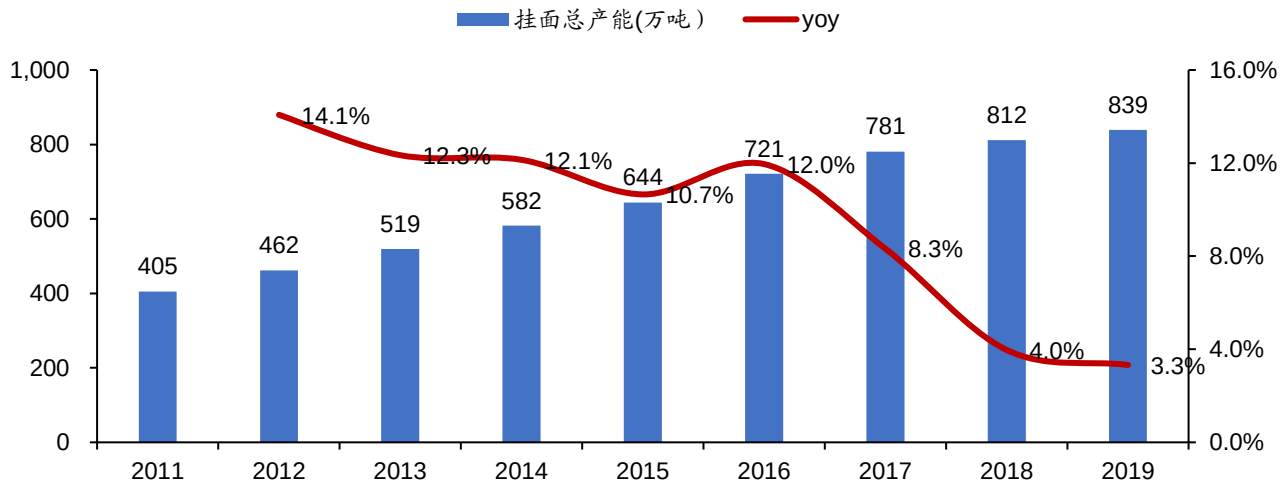


资料来源：华安证券研究所整理

## 2.2 供应增长逐步放缓，行业集中度有待提升

**挂面产能增长放缓，市场迈入存量阶段。**2011-2019 年，我国挂面总产能从 405 万吨增加至 839 万吨，年化增长率接近 10%。从 2016 年起，挂面产能增速逐步下滑，2019 年仅同比增长 3.3%。按行业平均 70%的开工率估算，2019 年我国挂面实际产量约 600 万吨，随着行业产量与饱和需求量之间的差距逐步缩小，市场逐渐进入供需平衡状态，预计行业将保持低速增长并迈入存量阶段。

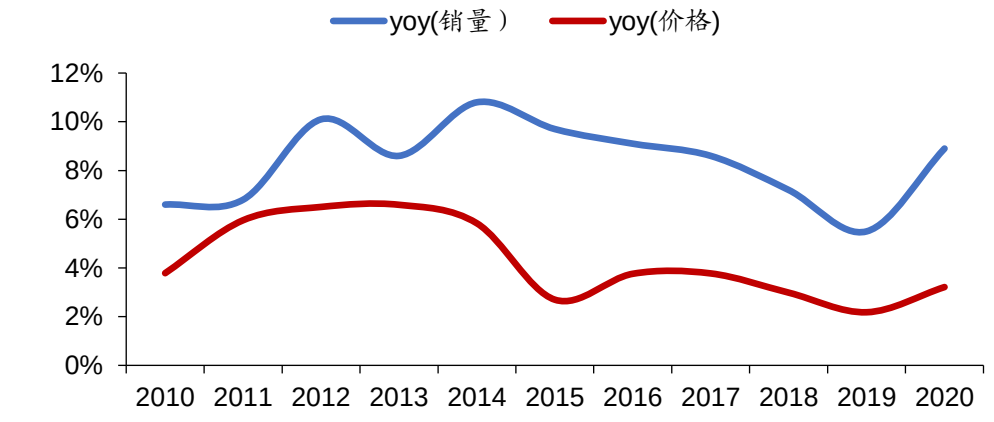
**图表 16 我国挂面总产能增长放缓**




资料来源：中国食品科学技术学会，华安证券研究所

**市场规模增长主要靠量拉动。**销量提升是挂面行业规模增长的主要驱动力。剔除疫情对 2020 年数据的扰动，2010-2019 年国内挂面行业零售量年均复合增速为 8.3%，而售价的年均复合增速为 4.4%，销量的增长对于行业规模增长的贡献要明显高于单价。但销量增速从 2015 年开始转为下滑，预测销售单价提升对于行业规模增长的重要性会逐步显现。

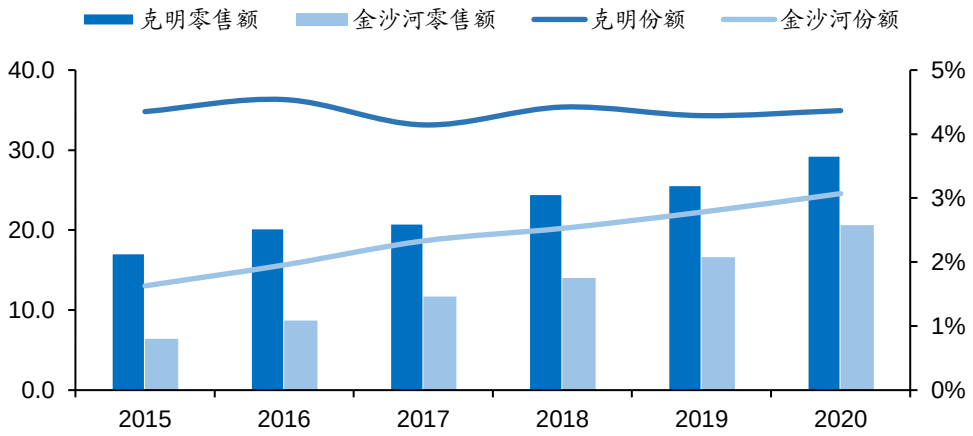
**图表 17 挂面销量增长是驱动行业增长主要因素**




资料来源：欧睿，华安证券研究所

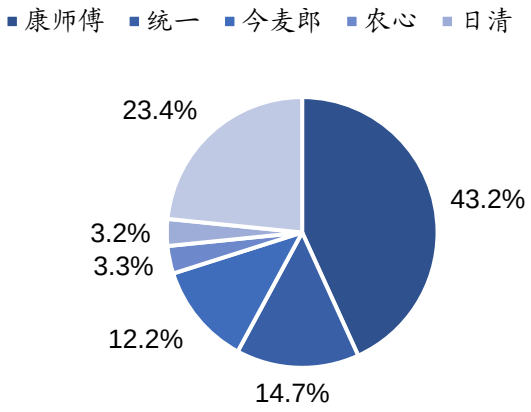
**行业集中度较低，领先企业还有较大发展空间。**以欧睿统计的零售额口径计算，2020 年我国挂面领军企业克明和金沙河的份额仅为 4.4%和 3.1%。而同样口径下的方便面龙头康师傅和统一的零售份额分别为 43.2%和 14.7%，CR5 达到 77%。随着行业整合度提升，领先企业将依靠品牌和规模优势逐步获取中小企业的市场份额，充分享受龙头红利。

**图表 18 挂面领先企业的零售市场份额仍较低**




资料来源：欧睿，华安证券研究所

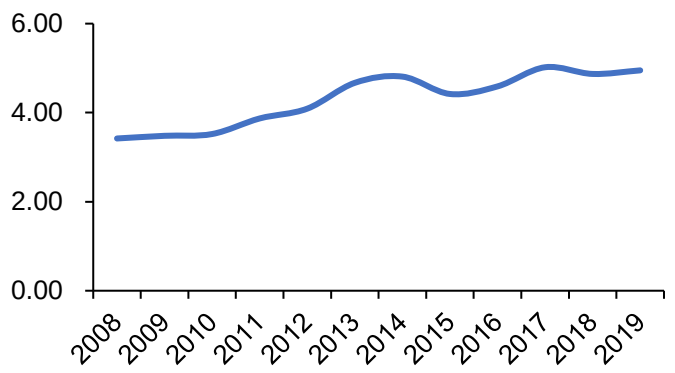
**图表 19 方便面零售市场集中度高（2020 年）**




资料来源：欧睿，华安证券研究所（注：今麦郎包括挂面销额，实际市占率应低 1 约个百分点）

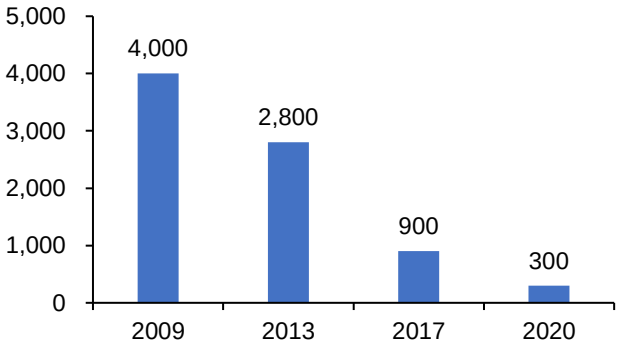
**行业竞争加剧，中小企业加速淘汰。**挂面行业早期，市场进入门槛低，中小企业众多，呈现同质化粗放式的特征。目前，行业产能过剩的格局已经形成，行业从量的竞争过渡到成本竞争阶段。领先企业加速扩产形成规模效应，为保证生产增量迅速被渠道消化，2015 年起挂面出厂价几乎不再上涨，维持在 5 元/kg 左右。品牌、渠道、成本均处于劣势的小型企业将加速出清。2009 年我国有挂面制造企业 4,000 余家，截至 2017 年，全行业约有大小企业 900 余家，2020 年疫情加速行业洗牌，预计企业数量将进一步锐减至 300 家左右。

图表 20 24 家挂面企业平均出厂价增长乏力（元/千克）




资料来源：中国食品科学技术学会，华安证券研究所

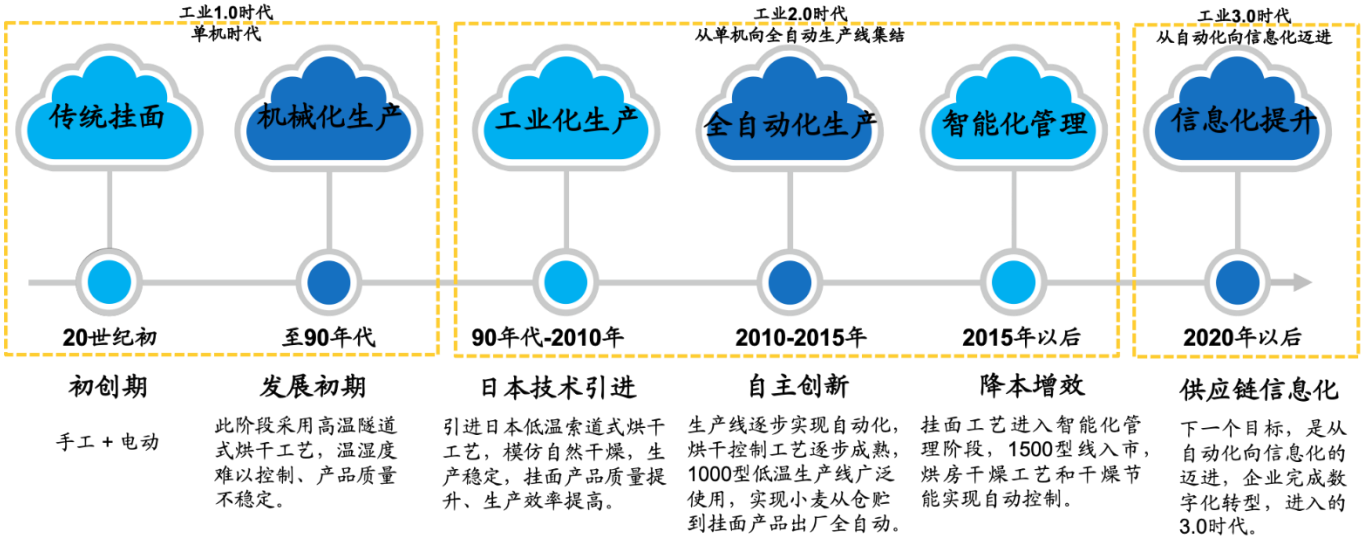
图表 21 我国挂面企业数量急剧减少（家）




资料来源：中国食品科学技术学会，华安证券研究所

**技术升级提高了产品品质和生产效率，为挂面产业发展提供新机遇。**挂面制造业已经集成了现代食品加工的高新技术，实现了加工的连续化（采用完整流水生产线，面粉和辅料输入，面条成品输出，中间无间断），将传统加工变成了大型流水线作业，实现了车间封闭清洁生产，并通过建设流通专储仓库等综合技术措施，有效地防止了挂面生虫、哈变，保证了产品的质量安全，延长了产品货架期，更利于市场流通。近年来，国内一些大型挂面不断加大科研投入，努力改进面条生产工艺和生产方法，加强对产品的检验和检测，加强对生产与包装设备的改造和研发，使面条的生产工艺、生产设备、产品检验水平得到了快速的提升，进而在提高产品的品质的同时减少各工序的人工投入。例如，新型恒温恒湿型干燥工艺出现，干燥各区段的温度、湿度、风速、风量及干燥时间均可按照设定值自动调整。而通常挂面的包装工段耗用挂面企业劳动力需求的 80％以上，目前包装自动化程度已得到很大的改善，各种类型的包装均基本实现人工的机器替代。挂面产业正经历着从机械化、工业化到自动化、智能化的转变。

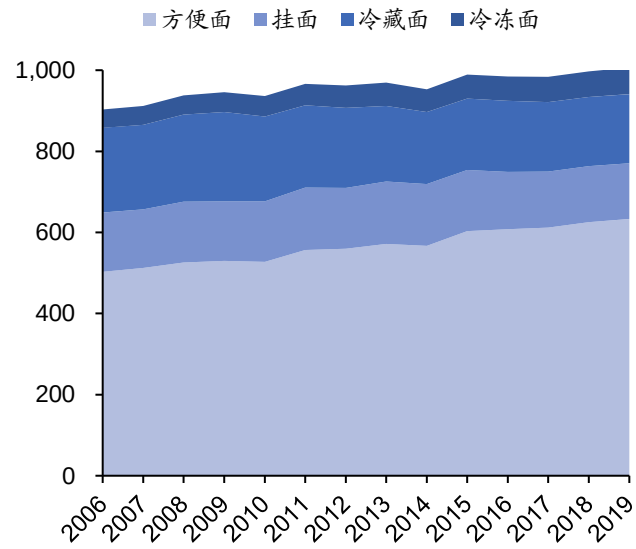
图表 22 挂面生产向自动化、智能化、信息化方向发展




资料来源：华安证券研究所整理

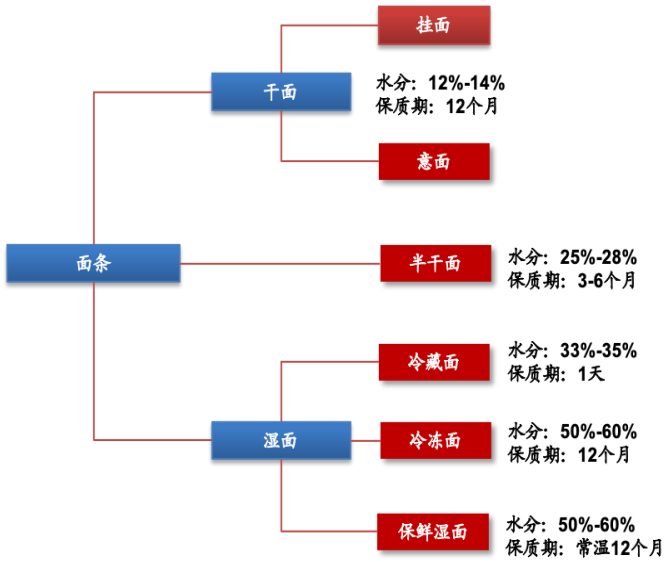
**迎合消费升级趋势，面条新品类市场有待发掘。**中国的零售面条消费以挂面和方便面为主。而日本市场零售面条的消费则比较多元化，除了挂面和方便面之外，冷藏面和冷冻面的消费占比超过 20%。冷冻面和冷藏面符合消费者对饮食新鲜和健康的需求，满足消费者对口感的追求。同时，在餐饮渠道，冷冻面和冷藏面同时符合连锁餐饮的发展趋势和外卖高速出餐的要求，预计将迎来快速发展。

**图表 23 日本面条品类零售额变化（十亿日元）**




资料来源：欧睿，华安证券研究所

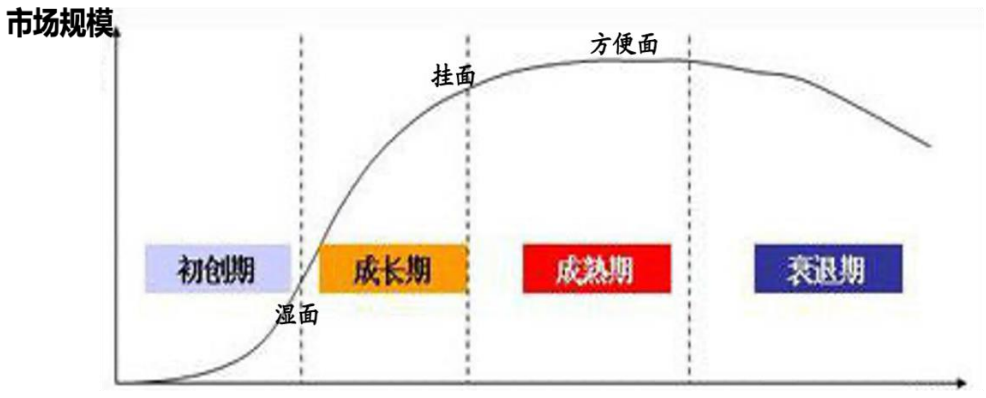
**图表 24 面条分类情况**




资料来源：华安证券研究所整理

**挂面进入生命周期的成长期后段，即将步入成熟期。**按照产品生命周期特征分析，我国挂面行业正经历集中度从分散到集中，竞争激烈程度逐步加剧的过程。伴随赛道增长红利消退，缺乏规模优势和发展资源的中小企业洗牌退出，龙头企业优势地位逐步确立。而湿面则处于产品被消费者接受、业务拓展的起步阶段，预计市场培育成熟后行业销售额和盈利将加速增长。

**图表 25 面条品类生命周期对比**

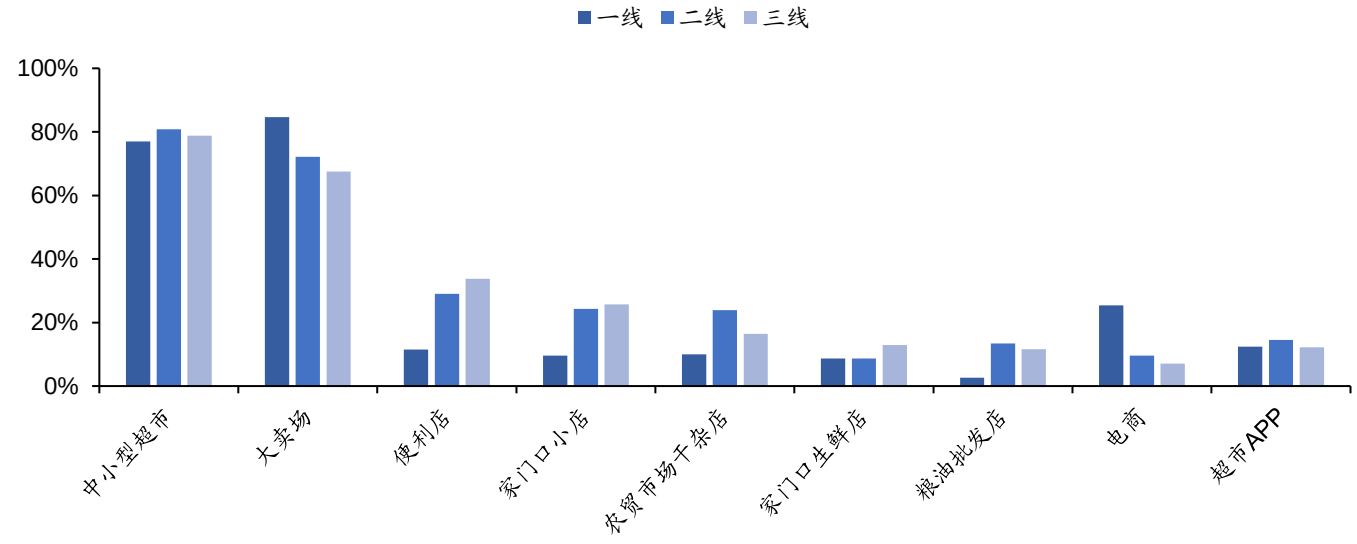



资料来源：华安证券研究所整理

## 2.3 传统渠道占比大，现代渠道、线上渠道保持增长

**挂面渠道呈现多元化特征，城市消费者购买挂面购买以现代渠道为主，但传统渠道和电商也不容忽视。**根据北京、上海、广州、成都、长沙、郑州、沈阳八个代表城市样本量 1,249 人的问卷调查结果，城市的挂面购买渠道以大卖场和中小型超市等现代渠道为主。以农贸市场、粮油批发店为代表的传统渠道呈现长尾特征，特别在二三线城市占有一定比例，推测这一现象在四线城市乃至农村更为明显。同时，一线城市消费者线上购买占比较高。

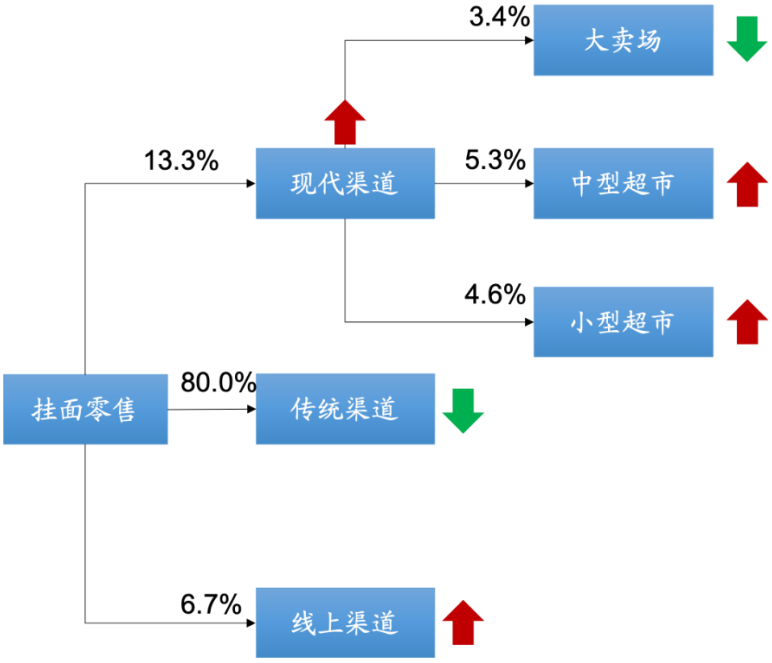
**图表 26 城市消费者主要在现代渠道购买挂面**




资料来源：华安证券研究所整理

**挂面销售渠道以传统渠道为主，现代渠道、线上渠道保持增长。**欧睿统计 2019 年挂面零售销量仅为 390 万吨，我们认为这一数据明显偏小，全渠道销量在 600 万吨左右更为合理，推测差距的原因是挂面市场下沉特征明显，在四线和农村市场流通的产品未被充分估计。尼尔森统计 2019 年挂面在现代渠道销量接近 80 万吨，而线上渠道销量约为 40 万吨，综合可得挂面在传统渠道、现代渠道和线上渠道零售量占比分别为 80.0%、13.3%（其中大卖场 3.4%，中型超市 5.3%，小型超市 4.6%）和 6.7%。传统渠道目前是挂面销售的主要渠道，产品定价较低，利润空间较薄。对企业品牌推广作用有限，随着城镇化推进占比会逐渐下降。现代渠道面对城市消费者，产品定价较高，虽然体量不及传统渠道，但占比不断提高，可协助企业打开品牌知名度。互联网的高速普及带动线上渠道销售比重逐年增加，疫情影响下传统营销渠道受阻也将对挂面线上购买习惯普及起到催化作用。

**图表 27 挂面销售以传统渠道为主，现代渠道、线上渠道保持增长**



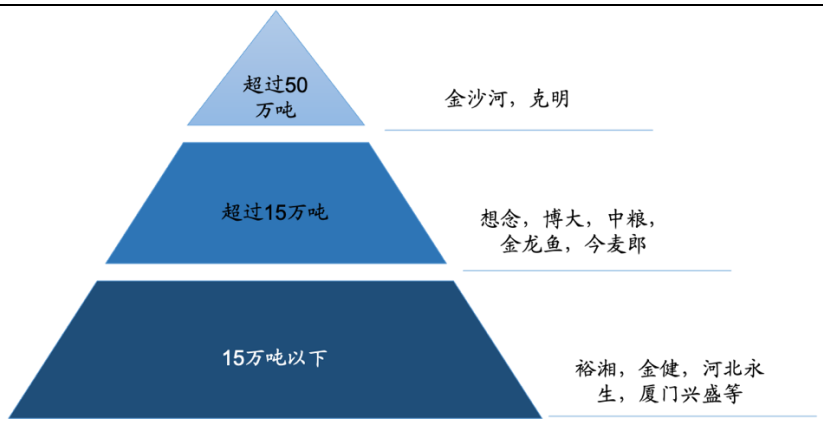

资料来源：尼尔森，欧睿，华安证券研究所

# 三、多管齐下打造业绩高增驱动力

## 3.1 规模处于第一梯队，成本优势逐步确立

**公司规模始终处于行业第一梯队。**目前我国挂面企业按年产量可分为三个梯队，金沙河与克明 2019 年产量分别超过 120 万吨和 50 万吨，处于领跑地位，销售范围基本覆盖全国，且产量提升的势头并未减缓。以想念、博大、金龙鱼、中粮、今麦郎等为代表的是第二梯队，年产量位于 15 万吨至 25 万吨区间。想念、中粮、今麦郎均在 2019 年加速扩产，但距离第一梯队差距仍然较大。以裕湘、金健、河北永生、厦门兴盛等为代表的是第三梯队，年产量低于 15 万吨，规模增速较慢，销售范围主要限定在局部区域。

**图表 28 挂面主要企业产量分布（2019 年）**




资料来源：华安证券研究所整理

**公司产能在优质小麦产区实现集中布局，销区工厂作为补充。**公司早期生产基地主要位于湖南长沙、南县，距离优质麦源产地较远，属于销区工厂，且生产线建设年代较久，生产效率偏低。公司基于成本优化考虑，近年来选择交通便利且位于优质小麦产区的河南延津、遂平打造核心工厂，加强对北方地区的渠道渗透。延津、遂平合计产能达到 50 万吨，占公司总产能的 80%以上，遂平预计未来还将增加 20 万吨挂面产能。同时，公司看好西北、西南和华东的市场潜力，选择在乌鲁木齐、成都、嘉兴布局生产基地，有望进一步利用运距优势深耕当地市场。公司挂面产能预计新增 44 万吨，总产能将超过 100 万吨。

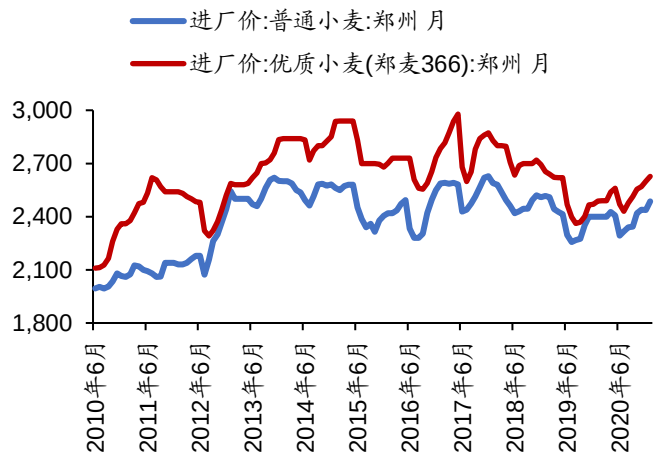
**图表 29 公司挂面产能规划（万吨）**

| 地点 | 2020 | 规划 |
|---|---|---|
| 河南延津 | 22.5 | |
| 河南遂平 | 27.5 | 20 |
| 湖南长沙 | 2.7 | |
| 湖南南县 | 1 | |
| 湖北武汉 | 3 | |
| 四川成都 | | 10 |
| 新疆乌鲁木齐 | 2 | 4 |
| 浙江嘉兴 | | 20 |
| 合计/新增 | 59 | 44 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

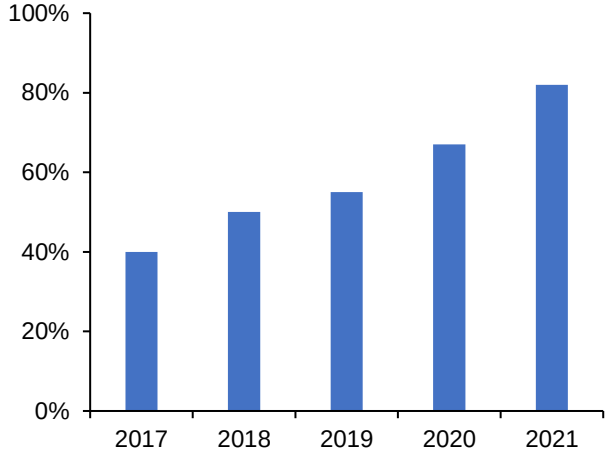
**公司加大面粉加工能力投入，逐步实现面粉自供，增强成本端优势。**挂面是面粉的简单转化形式，成本约有 80%是面粉，中低端产品占比更是高达 90%。作为大宗商品，小麦和面粉价格频繁波动，而挂面在市场终端价格相对稳定，公司无法实时将成本波动传导至下游，对盈利水平的稳定性构成挑战。另一方面，面粉质量几乎决定了挂面品质，加工过程中的改善提升非常有限。高品质挂面产品需要公司增强对上游优质粮源的掌控力度。基于上述考虑，公司将往农业上游延伸，投建面粉工厂，开展订单农业和原粮储备，在弥补成本劣势的同时保证原料品质。（1）粮食储存环节，公司目前可收储 20 万吨、约 5 亿元的小麦。每年 6 月新麦上市，麦价通常处于全年低点，公司依托收储能力和资金保障可在低位锁定大量原料，从源头控制采购成本。（2）面粉与挂面加工位于同一厂区，实现充分协同，面粉通过负压运输管道从面粉车间直接运抵挂面车间，每吨面粉可节省包装、运输、装卸等合计 120 元/吨，公司目前在延津和遂平的面粉产能已达到 40 万吨，面粉自供率达到 67%，未来随着遂平面粉二期投产，河南工厂的面粉将完全实现自供，整体自供率超过 80%。以公司挂面平均出厂价 5,000 元/吨计算，预计提升毛利率约 2 个百分点。在湖南、湖北等没有面粉产能的生产基地，公司也会采购小麦提供给面粉供应商加工，对原料成本控制产生积极影响。

图表 30 每年新麦上市致使小麦价格出现周期低点




资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

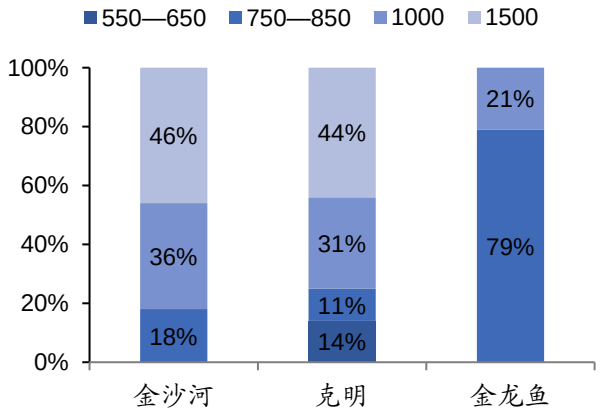
图表 31 公司面粉自供比例不断提升




资料来源：公司公告，华安证券研究所

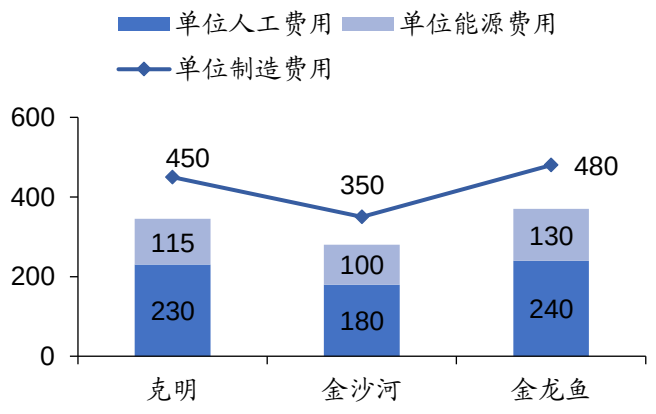
**大比例引进高效生产线，制造费用还有下降空间。**1000 型和 1500 型生产线单条日产挂面分别达到 50 吨和 75 吨，生产效率相比 750 以下的生产线有大幅提升，同时自动化程度增强，显著节省人工成本。公司目前 1000 型和 1500 型大线占比约为 75%，仅保留部分小线用于加工特色产品，单吨制造费用费用为 450 元/吨。随着未来产能汰旧换新进程逐步深入，预计公司 1500 型生产线占比将继续上行，参考金沙河运营数据，同时考虑新线折旧影响，公司制造费用还有约 50 元/吨的压控空间。

图表 32 主要挂面企业生产线对比




资料来源：华安证券研究所整理

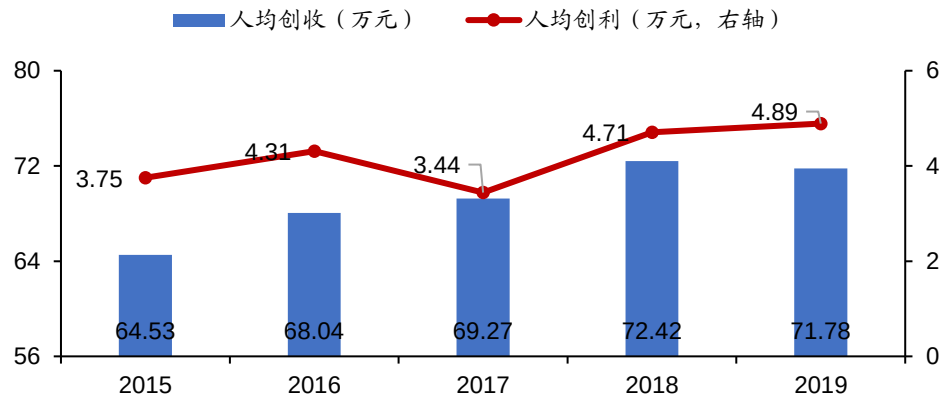
图表 33 公司制造费用还有下降空间（元/吨）




资料来源：华安证券研究所整理

**规模优势和成本导向战略助力公司人员效率稳中有升。**随着公司产能集约化和上下游一体化战略的推进，降本增效收效较为明显，人员效率同步得到显著提升。公司人均创收从 2015 年的 64.53 万元升至 2019 年的 71.76 万元，增幅 11%，人均创利也从 2015 年的 3.75 万元升至 2019 年的 4.89 万元，增幅达到 30%。

图表 34 公司人均创收创利稳步上升

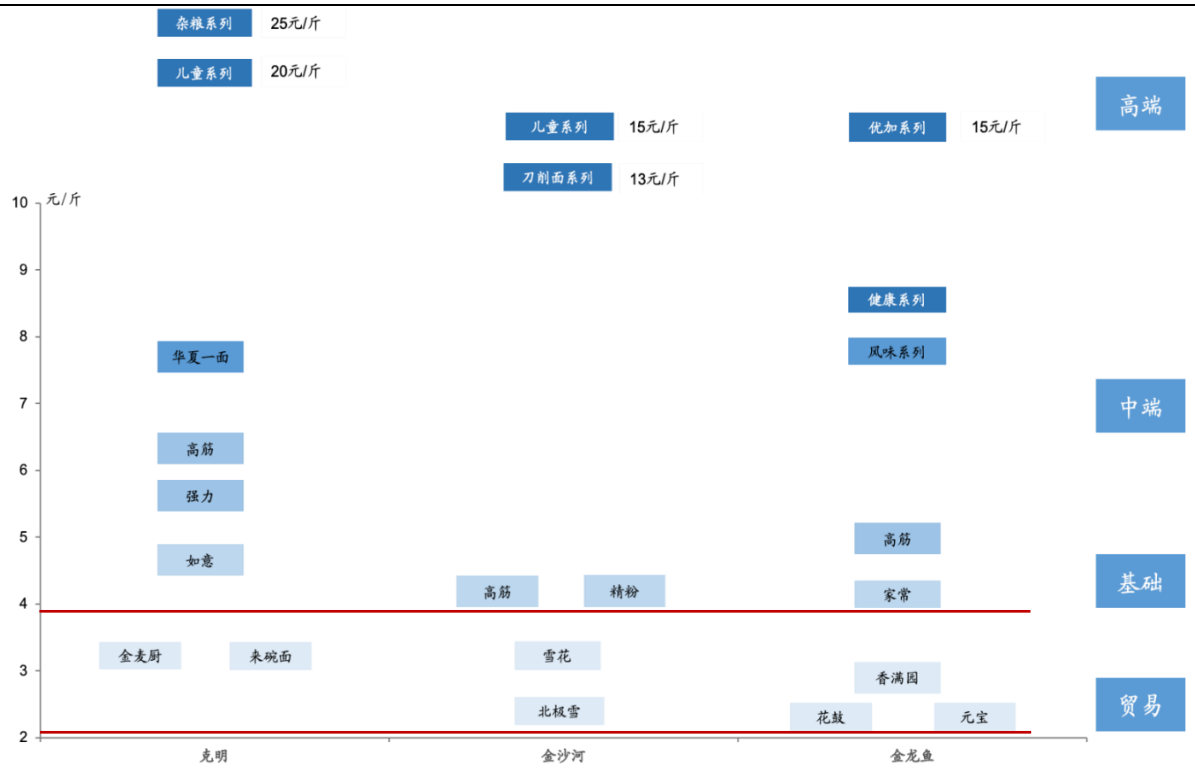



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 3.2 销售渠道扬长补短，品牌势能提升动销

**公司中高端产品占比高，低价格带布局存在短板。**公司终端产品主要覆盖 4 元/斤以上的价格带，杂粮系列、儿童系列等高端系列产品力领先竞争对手，但 4 元/斤以下的基础品和贸易品布局尚需加强。基础品和贸易品虽然利润贡献低，但主要面向低线城市和农村的传统渠道定向投放，市场容量广阔，有助于快速形成规模效应，与中高端产品配合创造利润。随着公司生产成本优势显现，在基础和贸易品价格带的产品竞争力增强，有望实现产品价格带下探和渠道下沉，提升整体市占率。

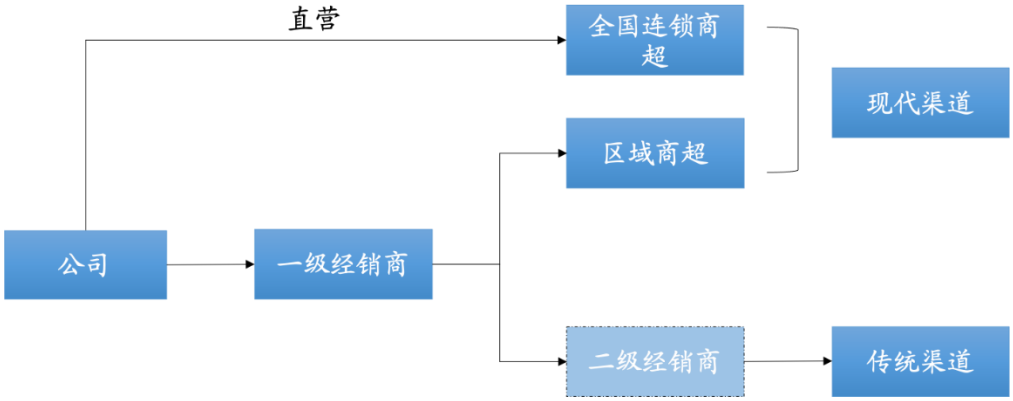
图表 35 公司低价格带布局存在短板




资料来源：华安证券研究所整理

**传统渠道易攻难守，是公司业务的新增长点。**金沙河是挂面传统渠道的先行者，但全国只有 30-50 个销售人员，高增长主要依靠经销商铺货，对经销商能力要求很高，同时，由于传统渠道容量大，目前终端还存在很多空白市场。公司通过自建成规模成体系的销售队伍，加强区域市场消费需求洞察和经销商服务，不断开发县、区、市级的粮油、调味品经销商，并协助开发乡、镇级等二级经销商实现渠道下沉。传统渠道的精细化操作叠加产品性价比提升，公司产品具备和金沙河竞争的实力。

**图表 36 公司挂面销售渠道示意图**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**公司为经销商留有充足利润空间，利于稳定经销商和深耕传统渠道。**通过梳理市面上不同档次的挂面产品渠道价值链情况，可知贸易品、基础品和中高端产品的经销商分别约为 3%，10%和>15%，考虑一般贸易品、基础品占比较高，挂面经销商毛利率大概在 11%左右。公司产品渠道放货价较高，经销毛利率接近 20%，经销商有利可图，存活率有望在 60%的基础上进一步提升至 80%。另一方面，充分的利润空间有助于公司发展二级经销商，从而触达更下线的市场，进一步加密销售网络。

**图表 37 挂面不同档次产品的渠道价值链（元/吨）**

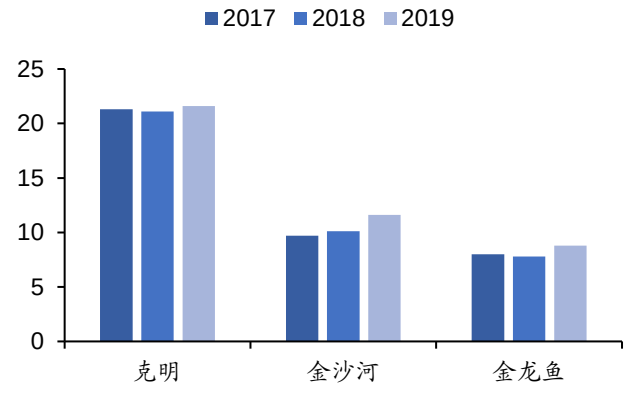
| 系列 | 渠道 | 经销到岸价 | 渠道放货价 | 经销毛利率 | 终端零售价 | 终端毛利率 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 贸易 | 传统渠道 | 3,200 | 3,300 | 3.0% | 4,000 | 17.5% |
| 基础 | 全渠道 | 3,600 | 4,000 | 10.0% | 5,000 | 20.0% |
| 中端 | 现代渠道为主 | 5,400 | 6,400 | 15.6% | 8,000 | 20.0% |
| 高端 | 大卖场 | 7,500 | 9,200 | 18.5% | 11,800 | 22.0% |

资料来源：华安证券研究所整理

**公司在现代渠道确立绝对优势，长期来看享受现代渠道增长红利。**（1）公司近三年在现代渠道的销额份额稳定在 21%以上，远高于排名第二、第三的金沙河和金龙鱼。而单点卖力是单个销售点的平均销售份额，衡量产品的动销水平。公司通过不断提升产品内在价值、改善终端陈列、加大促销导购和广告宣传力度持续提升产品卖力，近三年在现代渠道的单点卖力达到 24%，同样大幅领先竞争对手。（2）长

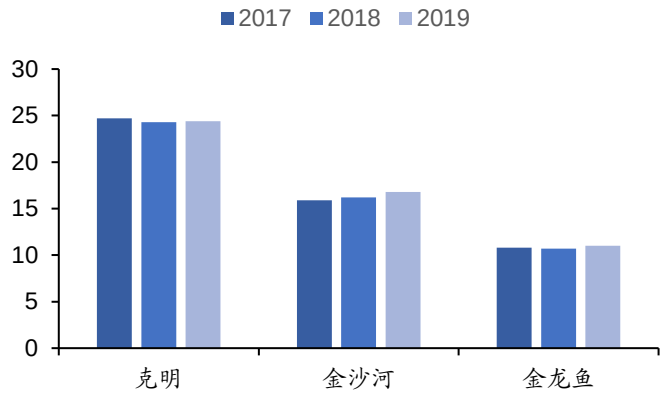
期来看，随着居民生活水平的提高和城镇化的加速，现代渠道覆盖面越来越广，商超渠道下沉，自上而下挤占传统渠道。2019 年我国快消品连锁百强共有门店 14.2 万个，同比上升 6%，销售收入 2.7 万亿元，同比提升 5.2%。公司将凭借货架资源优势实现渠道下沉，而地方小品牌知名度和费用负担能力低，生存空间料不断缩小。

**图表 38 公司现代渠道销额份额保持领先（%）**



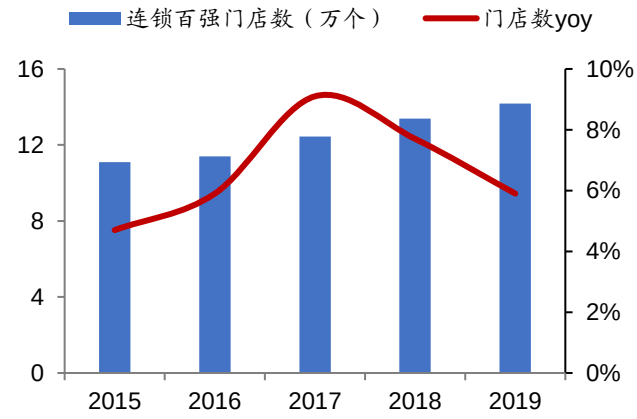

资料来源：尼尔森，华安证券研究所

**图表 39 公司现代渠道单点卖力保持领先（%）**



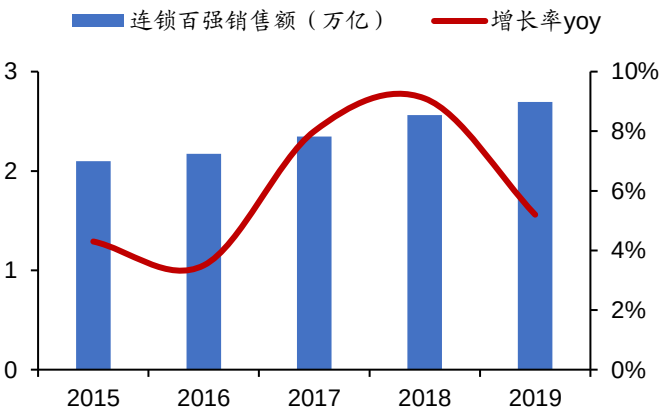

资料来源：尼尔森，华安证券研究所

**图表 40 我国连锁百强门店个数不断增长**




资料来源：中国连锁经营协会，华安证券研究所

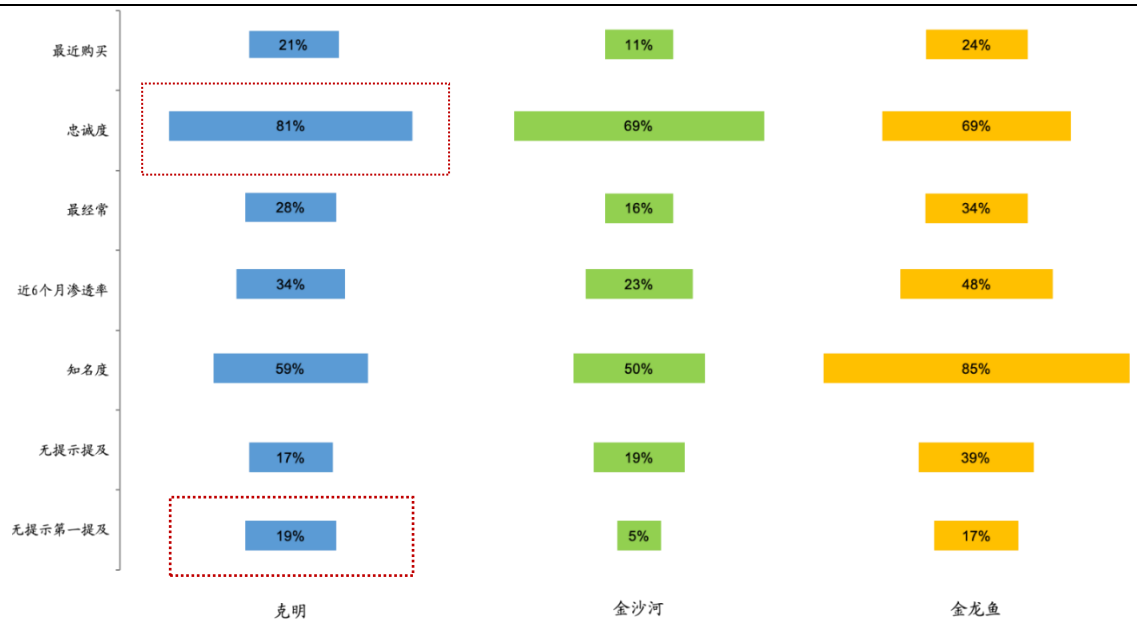
**图表 41 我国连锁百强年度销售额不断增长**




资料来源：中国连锁经营协会，华安证券研究所

**公司借助快消品的营销理念，大力投入品牌宣传，致力于打造“挂面第一品牌”。**产品品质是前提，但有效的品牌宣传更有利于树立品牌地位，更能强化消费者心智地位，从而提高公司和产品知名度，有利于产品的持久销售。**品牌内涵方面，**公司营销除了强调产品本身的口感、质量之外，更加入了“情感层面”的营销元素，如设计推广“一面之交，终生难忘”的广告语，在全国范围内推广。**广告推广方面**，公司早期在二线城市力推低成本外墙广告，对消费者做品牌提醒，随后在央视、地方卫视、主要网站、高铁等投入广告，先后邀请陈佩斯和刘涛代言。2019 年公司品牌的曝光量达 15.6 亿人次，较 2018 年同比增长 77%，地面推广近 3.5 万场次，提升了公司品牌覆盖面、强化了品牌认知。消费者调研数据显示，公司品牌忠诚度达到 81%，无提示第一提及比例也达到 19%，领先竞争对手金沙河和金龙鱼。

图表 42 公司品牌建设初见成效

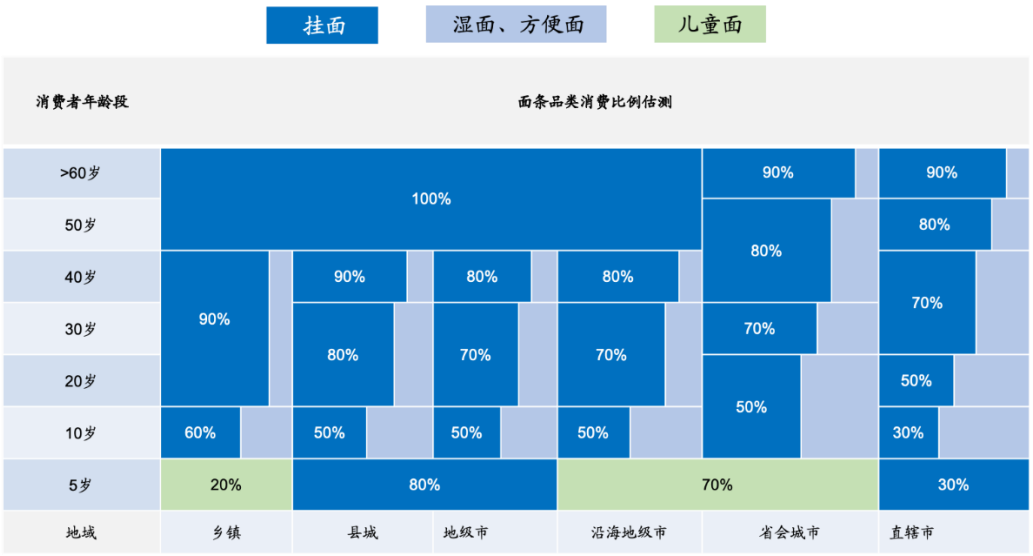



资料来源：华安证券研究所整理

## 3.3 积极推进多元化布局，研发提供有力保障

**公司在行业中率先开展消费者细分，敏锐捕捉消费变化趋势。**伴随着生活水平的提高，消费者对品质消费、健康消费和个性消费诉求不断增加，单一的挂面品类难调众口，面条品类扩展已是必然。尽管消费者多样化细分需求对企业的生产和营销提出了更大的挑战，但是同时也给企业发展带来了新的机遇。满足消费者个性化需求的创新产品，能够为企业带来丰厚的利润。公司采用年龄段和生活地域两个维度对消费者进行细分，预估挂面、方便面和湿面、儿童面三类产品的消费占比。高线城市及中青年消费者更倾向于湿面、方便面等方便食品，而低线城市及中老年消费者更倾向于挂面。儿童面在高线城市也有相当高的比例。

图表 43 我国不同年龄段和地域人群面条消费比例预测




资料来源：华安证券研究所整理

**公司形成以挂面为主的面条品类组合。**2017 年，公司通过收购五谷道场进入方便面行业。2018 年，公司新成立冷鲜面事业部负责湿面业务。对于挂面，公司基于品质高端化、营养健康化、风味地域化的消费趋势，不断迭代新品。例如，针对健康需求人群，将多种具有一定保健功能的食物作为辅料添加到挂面中，制作出营养保健型挂面，追求手工面口感，借鉴日本素面制作工艺，推出日式软弹面，实现韧劲与柔软相融合，以及模仿西北宽面的大宽波浪面等。

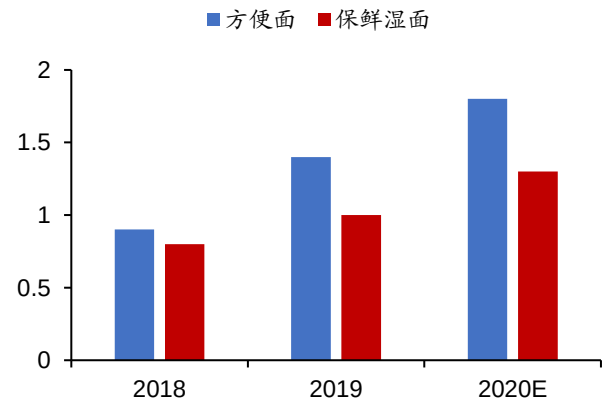
**图表 44 公司推出的面条新品**




资料来源：华安证券研究所整理

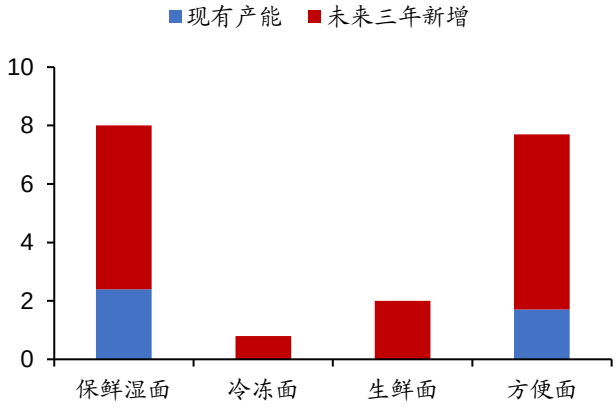
**公司方便面和湿面业务保持增长，未来继续扩大产能，有望提升公司盈利能力。**（1）方便面业务经过调整，重新步入增长通道，毛利率也逐步恢复至 30%水平，2019 年首次实现盈利。湿面业务以保鲜湿面为切入点，围绕提升产品品质、降低生产成本、加大市场推广三个方面入手，以“工艺先进、口感领先”的综合优势进入了主流餐饮连锁和便利系统渠道。未来公司还将加大保鲜湿面和方便面的产能投入，同时介入口感更贴近手工面条的冷冻面、生鲜面领域。（2）方便面、保鲜湿面和儿童面领先企业如康师傅、寿桃、卡夫亨氏的产品销售毛利率分别达到 30%，40%和 60%，远高于挂面的 20%。（3）城市化率的提升、居民人均收入水平上涨都有效推动了在外就餐人数和频次的增长。连锁餐饮行业和便利店堂食的标准化、规模化需求加深，带动上游规模化采集需求，湿面品类将充分受益，市场容量有望持续增长。

**图表 45 方便面和湿面销售收入较快增长（亿元）**



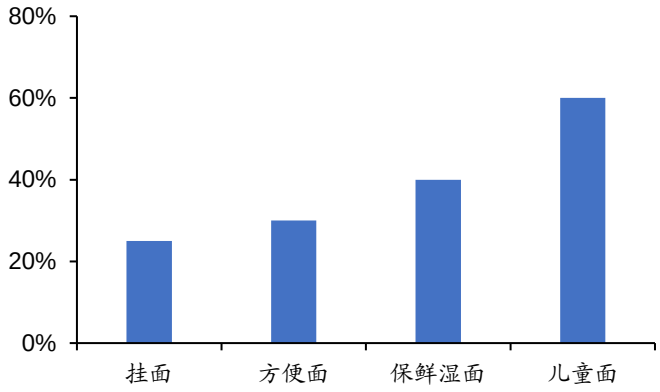

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 46 公司加强湿面和方便面产能投入（万吨）**



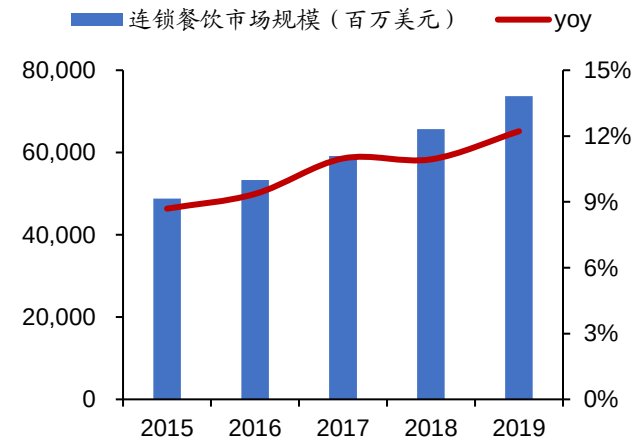

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 47 方便面和新兴面条品类毛利率较高**



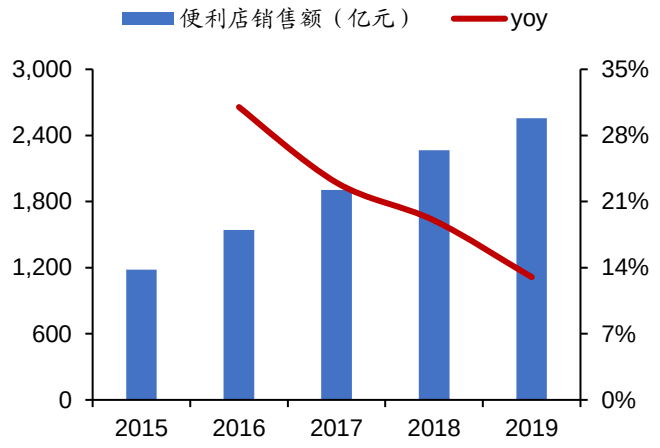

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 48 我国连锁餐饮市场加速成长**




资料来源：欧睿，华安证券研究所

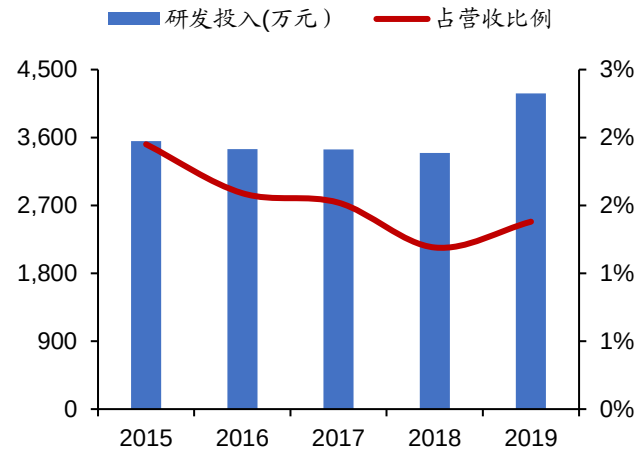
**图表 49 我国便利店数量保持增长**




资料来源：中国连锁经营协会，华安证券研究所

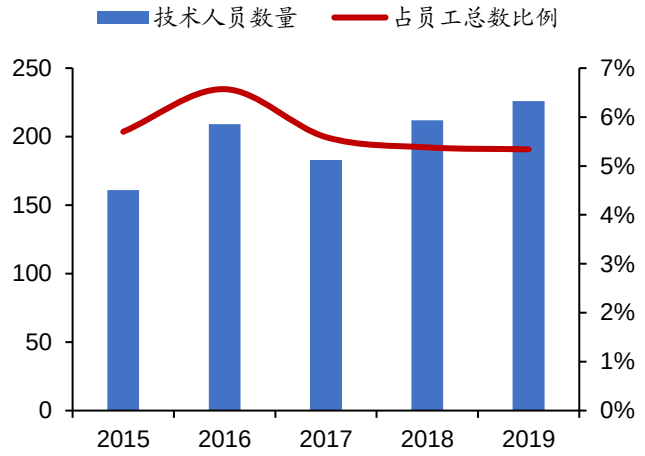
**建设专业技术队伍，加强研发经费投入。**公司产品品类扩展和品质提升离不开研发支持，以公司 2019 年公司研发项目为例，主要围绕生鲜湿面延长保质期方法、非油炸方便面饼品质提升、挂面用小麦粉指标体系建立、日式软弹面品质及工艺展开。相应的，近些年公司研发投入均保持在 4,000 万元以上，占营收比例达到 1%以上。公司技术人员持续增加，占员工总数比例达到 5%。

图表 50 公司每年研发投入均超过 3,000 万元




资料来源：公司公告，华安证券研究所

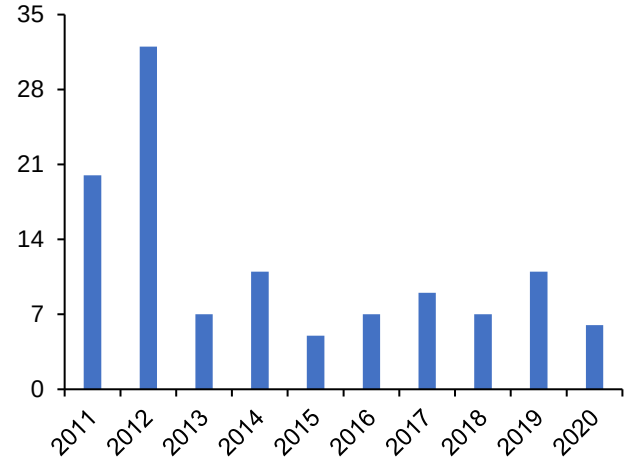
图表 51 公司技术人员占比始终处于 5%以上




资料来源：公司公告，华安证券研究所

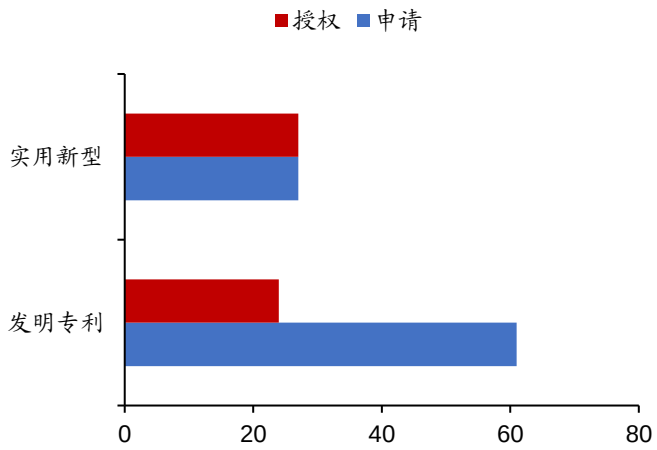
**公司围绕面条品质和加工工艺重点进行专利布局。**国家知识产权局数据库检索结果显示，公司 2011 年至今共申请专利 115 件，其中发明专利申请 61 件，授权 24 件，实用新型专利申请 27 件，授权 27 件。专利内容涵盖质量控制、原料升级、健康添加、工艺优化、设备创新、品类拓展六大领域，技术先进性行业领先，并通过成果转化，给企公司带来了良好的经济效益。

图表 52 公司历年申请专利数量




资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所

图表 53 公司发明和实用新型专利数量




资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所

图表 54 公司专利布局情况整理

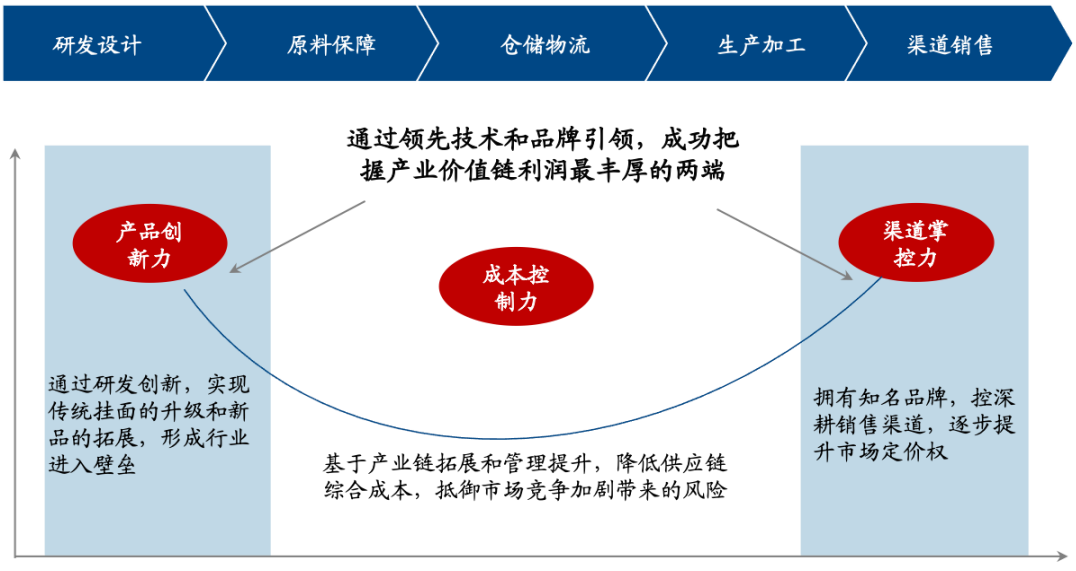
| 研发目的 | 研发内容 | 代表性专利 |
| --- | --- | --- |
| 质量控制 | 挂面品质指标实时检测 | 一种挂面的光滑性检测方法；挂面光滑性检测装置 |
| 原料升级 | 调整麦源、生产方案和出粉结构等方法，为挂面新品开发提供原料 | 一种燕麦全粉及其面条预拌粉的生产方法 |
| 健康添加 | 添加辅料提升挂面口感特性或营养属性 | 苦荞多肽挂面及生产方法；一种基于三层复合压延的富含马铃薯的挂面及其制作方法；一种全燕麦降血脂功能性挂面及其生产方法 |
| 工艺优化 | 通过设备和工艺局部改造解决挂面的风味或储存问题 | 一种干蒸挂面及生产方法和生产装置 |
| 设备创新 | 通过新建特殊设备、打造新的工艺解决自动化包装的问题 | 成捆挂面输送机转向装置；挂面纸包机的封尾方法及封尾装置；膜包机的自动进料装置 |
| 品类拓展 | 方便面、生湿面等新品类开发 | 一种快速复水的高品质非油炸方便面块的生产方法；生鲜面条及工业化生产方法和搅拌装置；生鲜面生产中面片的压延方法 |

资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所

## 3.4 成本控制、渠道掌控、产品创新共筑公司业绩护城河

公司业务已包括面条产品研发设计—原料采购—仓储物流—生产加工—终端销售全过程。我们认为，公司一方面通过产业链上游延伸和管理精细化降低供应链成本，一方面通过研发创新和品牌建设形成技术壁垒和渠道壁垒，将奠定业绩持续增长的坚实基础，加速拓展规模和利润空间，打造出“微笑曲线”。

图表 55 公司商业模式的微笑曲线




资料来源：华安证券研究所整理

# 四、盈利预测与投资建议

## 4.1 盈利预测

收入端，我们将公司产品分为挂面、面粉、方便面和其他主营业务（湿面等）分别进行预测。（1）挂面包括高性价比产品和高毛利产品。2020 年借势疫情催化，公司高性价比和高毛利产品有望分别实现 35%和 26%的高速增长。随着公司市场份额优先战略的深入推进，高性价比产品成本竞争力不断增强，预计高性价比产品营收将继续保持 30%的高增速，而高毛利产品营收增速也将维持在 20%以上。（2）预测方便面销售额在低基数阶段将以超过 30%的年均增速增长，而公司面粉产能主要用于面条原料，对外销售额预测维持 7%-8%的年均增速增长。（3）综合来看，2020-2022 年公司整体营收增速分别达到 28%/25%/25%。

**图表 56 公司营收拆分预测**

| 单位：百万元 | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **2,269.38** | **2,856.26** | **3,033.97** | **3,885.50** | **4,848.53** | **6,064.38** |
| *yoy* | *5%* | *26%* | *6%* | *28%* | *25%* | *25%* |
| 挂面整体 | 1,936.41 | 2,512.94 | 2,612.86 | 3,410.91 | 4,287.45 | 5,396.14 |
| 占比 | 85.3% | 88.0% | 86.1% | 87.8% | 88.4% | 89.0% |
| *yoy* | *-3%* | *30%* | *4%* | *31%* | *26%* | *26%* |
| 高性价比产品 | 859.62 | 1,162.41 | 1,318.93 | 1,780.56 | 2,314.72 | 3,009.14 |
| 占比 | 44.4% | 40.7% | 43.5% | 45.8% | 47.7% | 49.6% |
| *yoy* | *-4%* | *35%* | *13%* | *35%* | *30%* | *30%* |
| 高毛利产品 | 1,076.79 | 1,350.53 | 1,293.93 | 1,630.35 | 1,972.73 | 2,387.00 |
| 占比 | 55.6% | 53.7% | 42.6% | 42.0% | 40.7% | 39.4% |
| *yoy* | *-2%* | *25%* | *-4%* | *26%* | *21%* | *21%* |
| 面粉 | 159.86 | 40.68 | 68.93 | 73.76 | 79.66 | 86.03 |
| 占比 | 7.0% | 1.4% | 2.3% | 1.9% | 1.6% | 1.4% |
| *yoy* | *50%* | *-75%* | *7%* | *7%* | *8%* | *8%* |
| 方便面 | 43.68 | 104.90 | 150.00 | 202.50 | 263.25 | 342.23 |
| 占比 | 1.9% | 3.7% | 4.9% | 5.2% | 5.4% | 5.6% |
| *yoy* | - | *140%* | *43%* | *35%* | *30%* | *30%* |
| 其他主营业务 | 115.77 | 197.74 | 183.65 | 198.34 | 218.18 | 239.99 |
| 占比 | 5.1% | 6.9% | 6.1% | 5.1% | 4.5% | 4.0% |
| *yoy* | *84%* | *71%* | *-7%* | *8%* | *10%* | *10%* |
| 其他业务 | 13.64 | - | 18.53 | - | - | - |
| 占比 | 0.6% | 0.0% | 0.6% | - | - | - |

资料来源：wind，华安证券研究所

高性价比挂面的毛利率通常位于 15%-20%。高性价比产品营收快于高毛利产品，占比将持续提升，而面粉自供有助于成本控制，预测公司整体毛利率稳定在 23%左右。公司新产能开办、深度分销推进均需要保持一定费用投入强度，但收入较快增长有望形成规模效应，预计整体费用率保持稳定。

**图表 57 公司毛利率与费用率预测**

| 单位：百万元 | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 毛利率 | 22.79% | 23.63% | 24.59% | 23.04% | 22.66% | 22.78% |
| 销售费用率 | 11.27% | 10.86% | 11.25% | 9.06% | 10.00% | 10.20% |
| 管理费用率 | 2.88% | 3.68% | 4.04% | 3.10% | 3.50% | 3.50% |
| 财务费用率 | 0.63% | 1.49% | 2.18% | 0.47% | 0.44% | 0.17% |
| 研发费用率 | 1.18% | 0.98% | 0.95% | 0.70% | 0.70% | 0.70% |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 4.2 投资建议

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司在利润增长的前提下加速规模扩张，巩固市场地位。预计 2020-2022 年公司营收 38.86、48.49、60.64 亿元，同比增长 28%/25%/25%，归母净利润为 3.08、3.25、4.06 亿元，同比增长 49%/5%/25%，EPS 分别为 0.92、0.97、1.21，对应 PE 分别为 19.3、18.4、14.7，参照可比公司 PE，给予“买入”评级。

**图表 58 可比公司 PE 一致预测**

| | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|
| 金龙鱼 | 83.47 | 73.52 | 64.49 |
| 海天味业 | 99.47 | 84.05 | 71.30 |
| 三全食品 | 34.87 | 33.97 | 29.52 |
| 安井食品 | 113.10 | 85.02 | 66.69 |
| 中炬高新 | 62.12 | 49.82 | 40.54 |
| 涪陵榨菜 | 51.39 | 44.12 | 37.75 |
| 双塔食品 | 50.14 | 32.63 | 23.11 |
| 平均值 | 70.65 | 57.59 | 47.63 |

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

# 风险提示：

（1）产能建设风险：面条和面粉产能投产进度受资金、设备、人员因素影响较大，若投产时间和产量不及预期，则可能会影响公司业务增长；

（2）食品安全风险：若公司产品出现食品安全事故，将对公司品牌形象产生重大打击，进而影响市场份额；

（3）行业竞争风险：若挂面行业出现恶性竞争局面，企业陷入价格战困境，将会对公司业绩产生负面影响。

## 财务报表与盈利预测

**资产负债表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1645 | 1842 | 2720 | 3423 |
| 现金 | 490 | 595 | 1262 | 1573 |
| 应收账款 | 233 | 192 | 279 | 382 |
| 其他应收款 | 59 | 192 | 120 | 150 |
| 预付账款 | 132 | 90 | 150 | 187 |
| 存货 | 333 | 655 | 771 | 962 |
| 其他流动资产 | 398 | 119 | 139 | 169 |
| **非流动资产** | 2476 | 2036 | 2102 | 2173 |
| 长期投资 | 39 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1344 | 1414 | 1606 | 1736 |
| 无形资产 | 239 | 234 | 248 | 260 |
| 其他非流动资产 | 853 | 387 | 247 | 176 |
| **资产总计** | 4121 | 3878 | 4822 | 5596 |
| **流动负债** | 1781 | 1285 | 1265 | 1666 |
| 短期借款 | 471 | 601 | 361 | 511 |
| 应付账款 | 164 | 164 | 226 | 282 |
| 其他流动负债 | 1146 | 521 | 679 | 873 |
| **非流动负债** | 93 | 87 | 87 | 87 |
| 长期借款 | 46 | 41 | 41 | 41 |
| 其他非流动负债 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| **负债合计** | 1873 | 1373 | 1353 | 1754 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 329 | 329 | 369 | 369 |
| 资本公积 | 1333 | 1308 | 1855 | 1830 |
| 留存收益 | 586 | 868 | 1246 | 1644 |
| 归属母公司股东权益 | 2248 | 2505 | 3469 | 3843 |
| **负债和股东权益** | 4121 | 3878 | 4822 | 5596 |

**现金流量表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 381 | 153 | 522 | 443 |
| 净利润 | 207 | 308 | 325 | 406 |
| 折旧摊销 | 117 | 126 | 117 | 119 |
| 财务费用 | 67 | 25 | 23 | 21 |
| 投资损失 | -22 | -7 | -10 | -12 |
| 营运资金变动 | 29 | -265 | 104 | -55 |
| 其他经营现金流 | 160 | 538 | 184 | 426 |
| **投资活动现金流** | -231 | 276 | -59 | -137 |
| 资本支出 | -397 | 150 | -9 | -69 |
| 长期投资 | 166 | 39 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 86 | -50 | -68 |
| **筹资活动现金流** | -364 | -324 | 204 | 4 |
| 短期借款 | -319 | 130 | -240 | 150 |
| 长期借款 | 46 | -5 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | -3 | 0 | 40 | 0 |
| 资本公积增加 | -18 | -25 | 546 | -25 |
| 其他筹资现金流 | -70 | -424 | -142 | -121 |
| **现金净增加额** | -214 | 104 | 667 | 311 |

**利润表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 3034 | 3886 | 4849 | 6064 |
| 营业成本 | 2288 | 2990 | 3750 | 4683 |
| 营业税金及附加 | 20 | 25 | 32 | 39 |
| 销售费用 | 341 | 352 | 485 | 619 |
| 管理费用 | 123 | 120 | 170 | 212 |
| 财务费用 | 66 | 17 | 13 | 2 |
| 资产减值损失 | -2 | 30 | 35 | 34 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 22 | 7 | 10 | 12 |
| **营业利润** | 248 | 379 | 404 | 507 |
| 营业外收入 | 1 | 10 | 7 | 8 |
| 营业外支出 | 3 | 4 | 5 | 7 |
| **利润总额** | 246 | 385 | 406 | 508 |
| 所得税 | 39 | 77 | 81 | 102 |
| **净利润** | 207 | 308 | 325 | 406 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 207 | 308 | 325 | 406 |
| EBITDA | 350 | 496 | 495 | 588 |
| EPS（元） | 0.62 | 0.92 | 0.97 | 1.21 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 6.2% | 28.1% | 24.8% | 25.1% |
| 营业利润 | 7.4% | 53.0% | 6.6% | 25.3% |
| 归属于母公司净利润 | 11.2% | 49.1% | 5.3% | 25.2% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率（%） | 24.6% | 23.0% | 22.7% | 22.8% |
| 净利率（%） | 6.8% | 7.9% | 6.7% | 6.7% |
| ROE（%） | 9.2% | 12.3% | 9.4% | 10.6% |
| ROIC（%） | 6.2% | 9.3% | 7.8% | 8.5% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率（%） | 45.5% | 35.4% | 28.1% | 31.3% |
| 净负债比率（%） | 83.3% | 54.8% | 39.0% | 45.6% |
| 流动比率 | 0.92 | 1.43 | 2.15 | 2.05 |
| 速动比率 | 0.66 | 0.85 | 1.42 | 1.36 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.74 | 1.00 | 1.01 | 1.08 |
| 应收账款周转率 | 13.05 | 20.28 | 17.38 | 15.87 |
| 应付账款周转率 | 13.92 | 18.25 | 16.59 | 16.59 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.62 | 0.92 | 0.97 | 1.21 |
| 每股经营现金流 | 1.14 | 0.46 | 1.56 | 1.32 |
| 每股净资产 | 6.71 | 7.48 | 10.36 | 11.48 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 18.45 | 19.33 | 18.36 | 14.66 |
| P/B | 1.70 | 2.38 | 1.72 | 1.55 |
| EV/EBITDA | 11.94 | 11.95 | 11.52 | 9.44 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师简介

**分析师：**文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

## 重要声明

**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

**行业评级体系**

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

**公司评级体系**

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。