

## 短期不改长期逻辑，产品渠道双轮驱动

——西麦食品 2020 年一季报点评

公司点评

### ● 疫情影响致营收业绩双下滑，费用投放减少等提升净利率

公司 2020Q1 营收 1.90 亿 (-29.13%)，归母净利润 0.35 亿 (-27.12%)。考虑春节错峰因素，2019Q4+2020Q1+Δ 预收款为 4.6 亿 (-7.44%)。2020Q1 毛利率 55.46% (-4.62pct)，推测燕麦粒成本有所上涨及促销活动所致。销售费用 0.63 亿 (-34.7%)，系疫情影响下市场推广活动投入有所减少。营业税金及附加 0.02 亿 (-50%)，系收入下降及国家增值税税率下调所致。净利率 18.44% (+0.51pct)，系毛利率下滑 4.62pct、销售费用率下降 2.84pct、管理费用率增加 1.55pct、营业税金及附加下降 0.37pct 等所致。疫情影响下，预收款 0.25 亿，同比同期基本持平，环比下降 36%。2020Q1 经营性现金流净额为 -0.01 亿，系销售商品及提供劳务收现下滑 31% 及货款到账期支付较多所致。

### ● 疫情影响致核心产品下滑，一季度新开西澳阳光旗舰店

分产品来看，公司主要产品如纯燕系列、复合系列出现下滑，我们预计纯燕系列下滑两位数以上。分渠道来看，疫情影响下线下门店人流量减少，1 月下旬至 2 月营收下滑，3 月初开始复苏，3 月底基本恢复正常。线上保持一定增长，新品如燕麦脆等反映良好。2 月公司在天猫开设西澳阳光官方旗舰店，将子品牌西澳阳光（2019 年中期推出的）从西麦品牌下独立出来运作，为后续新品放量打开渠道空间。子品牌针对年轻化受众，承载新产品体验的品牌平台。

### ● 切入休闲食品板块，线上占比有望持续提升

产品端，目前公司已经推出能量棒等新品，2020 年规划推出 20 余款新品，已储备 8 个方向超 80 个新品。渠道端，向线上拓展，未来占比有望提升至 10% 以上。我们看好公司巩固并提升西麦母品牌、创新发展西澳阳光子品牌，巩固并提升线下渠道优势、打造互联网营销体系，实现线上线下比翼齐飞。预测 2020-2022 年 EPS 为 2.32/2.76/3.32 元，当前股价对应 PE 分别为 26/22/18 倍，维持“推荐”评级。

### ● 风险提示：疫情拖累消费；新品增长不及预期；线上渠道拓展不及预期

#### 财务摘要和估值指标

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	18.2	18.9	20.1
毛利率(%)	61.7	58.2	59.4	60.0	60.7
净利率(%)	16.1	16.2	16.4	16.6	16.8
ROE(%)	26.2	11.7	13.3	14.2	15.2
EPS(摊薄/元)	1.71	1.97	2.32	2.76	3.32
P/E(倍)	35.4	30.8	26.0	21.9	18.2
P/B(倍)	9.3	3.6	3.5	3.1	2.8

## 推荐（维持评级）

孙山山（分析师）

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030002

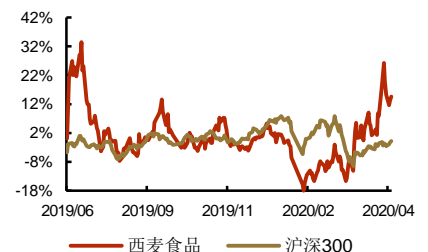
王言海（联系人）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280118100002

市场数据	时间 2020.04.29
收盘价(元):	60.52
一年最低/最高(元):	41.11/72.18
总股本(亿股):	0.8
总市值(亿元):	48.42
流通股本(亿股):	0.2
流通市值(亿元):	12.1
近 3 月换手率:	528.99%

### 股价一年走势



### 相关报告

《国产燕麦龙头迎机遇，产品渠道双管齐下》2020-04-21

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>561</b>	<b>1359</b>	<b>1369</b>	<b>1604</b>	<b>1752</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	689	834	939	营业成本	326	407	460	532	620
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	487	576
预付账款	13	17	18	23	25	管理费用	38	46	53	65	79
存货	70	111	94	143	133	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	-4	-12	-13
<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>1682</b>	<b>1938</b>	<b>2114</b>	营业外收入	0	0	2	1	1
<b>流动负债</b>	<b>222</b>	<b>305</b>	<b>277</b>	<b>376</b>	<b>366</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>217</b>	<b>258</b>	<b>310</b>
应付票据及应付账款合计	122	202	163	256	235	所得税	19	27	31	37	45
其他流动负债	70	83	87	95	106	<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	221	257	310
<b>负债合计</b>	<b>226</b>	<b>314</b>	<b>284</b>	<b>383</b>	<b>373</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	160	160	160						
资本公积	190	831	751	751	751						
留存收益	272	430	578	743	924						
归属母公司股东权益	523	1341	1399	1556	1741						
<b>负债和股东权益</b>	<b>749</b>	<b>1654</b>	<b>1682</b>	<b>1938</b>	<b>2114</b>						
	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>						
	<b>1144</b>	<b>1296</b>	<b>1131</b>	<b>1795</b>	<b>1550</b>						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>130</b>	<b>180</b>	<b>149</b>	<b>260</b>	<b>240</b>	<b>成长能力</b>					
净利润	137	157	186	221	265	营业收入(%)	18.3	14.3	16.4	17.5	18.7
折旧摊销	12	13	16	20	25	营业利润(%)	39.1	18.4	16.4	19.9	20.2
财务费用	-1	-3	-4	-12	-13	归属于母公司净利润(%)	35.2	15.0	18.2	18.9	20.1
投资损失	-7	-7	-7	-7	-7	<b>获利能力</b>					
营运资金变动	-20	26	-34	45	-24	毛利率(%)	61.7	58.2	59.4	60.0	60.7
其他经营现金流	10	-6	-7	-7	-8	净利率(%)	16.1	16.2	16.4	16.6	16.8
<b>投资活动现金流</b>	<b>-56</b>	<b>-1087</b>	<b>510</b>	<b>-62</b>	<b>-67</b>	ROE(%)	26.2	11.7	13.3	14.2	15.2
资本支出	65	107	19	21	27	ROIC(%)	88.7	36.9	37.3	45.3	48.9
长期投资	0	-983	0	0	0	<b>偿债能力</b>					
其他投资现金流	10	-1963	529	-41	-40	资产负债率(%)	30.2	19.0	16.9	19.7	17.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-13</b>	<b>648</b>	<b>-119</b>	<b>-53</b>	<b>-68</b>	净负债比率(%)	-71.3	-9.1	-47.0	-51.6	-52.2
短期借款	-9	-10	6	-2	-0	流动比率	2.5	4.5	4.9	4.3	4.8
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	2.1	3.3	3.7	3.2	3.7
普通股增加	0	20	80	0	0	<b>营运能力</b>					
资本公积增加	0	641	-80	0	0	总资产周转率	1.3	0.8	0.7	0.7	0.8
其他筹资现金流	-4	-2	-125	-52	-67	应收账款周转率	17.3	17.4	0.0	0.0	0.0
<b>现金净增加额</b>	<b>62</b>	<b>-260</b>	<b>541</b>	<b>145</b>	<b>105</b>	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	1.87	3.25	2.99
						每股净资产(最新摊薄)	6.53	16.76	17.48	19.45	21.76
						<b>估值比率</b>					
						P/E	35.4	30.8	26.0	21.9	18.2
						P/B	9.3	3.6	3.5	3.1	2.8
						EV/EBITDA	59.2	45.2	39.6	33.4	27.2

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：lvyuqi@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/>