

业绩超预期，冷食表现亮眼

——2020年半年报点评

公司点评

● Q2 业绩超预期，盈利能力持续改善

公司 2020H1 营收 4.36 亿 (-2.08%)，归母净利润 0.79 亿 (+5.54%)。其中 2020Q2 营收 2.46 亿 (+38.69%)，归母净利润 0.44 亿元 (+63.55%)，20Q2 收入和利润环比加速增长，业绩超预期。2020H1 毛利率为 54.93% (-4.9pct)，其中 2020Q2 毛利率 54.52% (-4.92pct)，系二季度货折力度加大所致；2020H1 净利率为 18.15% (+1.31pct)，其中 2020Q2 净利率为 17.93% (+2.72%)，系毛利率下滑叠加销售费用率 7.92pct 等所致。2020H1 合同负债期末余额为 0.18 亿，环比期初下降 0.21 亿，同比下降 0.01 亿。2020H1 经营性现金流净额为 0.41 亿 (-44.17%)，系去年年底春节备货致生产物资采购量大带来贷款到期后支付所致。2020H1 存货为 0.74 亿 (+1.11%)，系增加经营生产所需存货（江苏公司今年投产）所致。

● 冷食超 2000 万销售额，上市超 40 个 SKU

分产品来看，2020H1 传统产品纯燕系列营收同增-5.84%至 2.63 亿，占比超 60% (-2.41pct)，预计 Q2 营收实现 30% 以上增长；2020H1 复合燕麦营收同增-2.69%至 1.52 亿，占比近 35% (-0.21pct)，复合燕麦下滑亦有所收窄，预计上半年冷食系列销售额超 2000 万。2020H1 其他系列营收同增 175.23%至 0.16 亿，占比约 4% (+2.43pct)。2020H1 公司共开发包括小麦胚芽燕麦片、红豆薏仁燕麦、多肽燕麦膳食、酸奶块果粒燕麦脆、每日燕麦-奇亚籽谷物、酸奶蔓越莓燕麦能量棒等 20 多款新品，上市 40 多个 SKU。分区域来看，2020H1 南方大区营收同增 10.05%至 1.98 亿，占比超 45% (+5pct)；北方大区营收因疫情影响下滑 10.75%至 2.33 亿，占比约 54%。

● 看好公司切入休闲食品板块，线上线下比翼双飞

产品端，热食系列和冷食系列并举，丰富燕麦+产品系列，重视冷食休闲燕麦研发和投入，已储备 8 个方向超 80 个新品。渠道端，向线上拓展，线上作为新品试验田和品牌展示窗口，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，实现线上线下比翼齐飞，给予 2020-2022 年 EPS 分别为 1.16/1.38/1.66 元，当前股价对应 PE 分别为 45/38/31，上调评级为“强烈推荐”。

● 风险提示：食品安全问题；新品增长不及预期；线上拓展不及预期

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)	0.86	0.98	1.16	1.38	1.66
P/E(倍)	60.8	52.8	44.7	37.6	31.3
P/B(倍)	15.9	6.2	5.9	5.3	4.8

强烈推荐（调高评级）

孙山山（分析师）

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030002

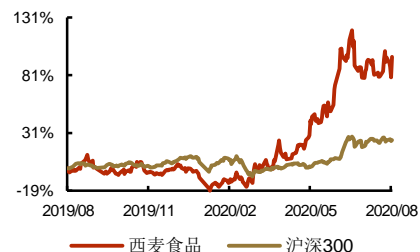
王言海（分析师）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280520080003

市场数据	时间 2020.08.27
收盘价(元):	51.98
一年最低/最高(元):	41.11/111.58
总股本(亿股):	1.6
总市值(亿元):	83.17
流通股本(亿股):	0.7
流通市值(亿元):	36.3
近 3 月换手率:	242.26%

股价一年走势



相关报告

《短期不改长期逻辑，产品渠道双轮驱动》2020-04-29

《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
流动资产	561	1359	1369	1604	1752	营业收入	851	973	1132	1331	1579
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
非流动资产	188	296	314	335	362	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	营业利润	156	184	215	257	310
资产总计	749	1654	1682	1938	2114	营业外收入	0	0	2	1	1
流动负债	222	305	277	376	366	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	30	20	27	25	25	利润总额	156	184	217	258	310
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	净利润	137	157	186	221	265
非流动负债	4	9	6	7	7	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	137	157	186	221	265
其他非流动负债	4	9	6	7	7	EBITDA	157	194	221	257	310
负债合计	226	314	284	383	373	EPS(元)	0.86	0.98	1.16	1.38	1.66
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						
负债和股东权益	749	1654	1682	1938	2114						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
	1144	1296	1131	1795	1550						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	130	180	149	260	240	成长能力					
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	获利能力					
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
投资活动现金流	-56	-1087	510	-62	-67	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	偿债能力					
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
筹资活动现金流	-13	648	-119	-53	-68	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	营运能力					
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
现金净增加额	62	-260	541	145	105	应付账款周转率	2.6	2.5	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.86	0.98	1.16	1.38	1.66
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	-0.08	0.93	1.63	1.50
						每股净资产(最新摊薄)	3.27	8.38	8.74	9.72	10.88
						估值比率					
						P/E	60.8	52.8	44.7	37.6	31.3
						P/B	15.9	6.2	5.9	5.3	4.8
						EV/EBITDA	50.5	38.1	33.4	28.1	22.8

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。

王言海，男，现任职于新时代证券，首席分析师，从事于食品饮料方向研究，从业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2年证券从业经验，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

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	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	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/>