

西麦食品 (002956.SZ) 短期业绩承压，长期成长空间较大

2020年10月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

叶松霖 (联系人)

zhangyuguang@kysec.cn

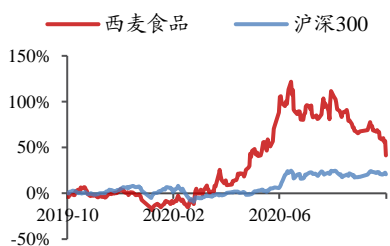
yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790120030038

日期	2020/10/30
当前股价(元)	36.94
一年最高最低(元)	111.58/36.94
总市值(亿元)	59.10
流通市值(亿元)	25.79
总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	0.70
近3个月换手率(%)	153.28

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-营收利润增速加快，冷食新品放量可期》-2020.8.28

《公司信息更新报告-疫情导致业绩承压，长期仍平稳发展》-2020.4.30

《公司信息更新报告-销售费用率优化，业绩快速增长》-2020.4.19

● 2020Q3 业绩低于预期，长期成长空间较大，维持“买入”评级

西麦食品公布2020年三季报，2020Q3实现营收2.78亿，同比增15%；利润0.32亿，同比降31.1%。公司线下渠道优势稳固，仍处于稳定发展阶段。由于公司费用率提升，我们下调盈利预测，预计2020-2022年归母净利润分别1.6、2.0、2.4亿，EPS为0.99(-0.15)、1.22(-0.13)、1.52(-0.14)元，当前股价对应PE分别为37、30、24倍，维持“买入”评级。

● 营收增速放缓主因货折较多及部分自营收入在2020Q4结算

公司2020Q3营收增15%，增速放缓主因：(1)产品货折较多；(2)部分自营收入在2020Q4结算。冷食燕麦为2020Q3增量，公司员工激励措施及费用投放较多，经销商及卖场利润、销售人员提升较高，积极性强，冷食增速较快。公司稳步开拓线上、线下渠道，老品稳健增长、新品持续放量，预计全年营收增速约9%。

● 净利率下行主因销售费用率提升及毛利率下降

公司2020Q3净利率同比降7.8pct至11.6%。毛利率同比降2.3pct，主因产品折扣力度加大。销售费用率同比增2.9pct主因2020Q3公司加大费用投入以抢占市场份额，如推出新品专案，给予主打产品更多费用支持。往全年展望，公司仍会投入费用以推广新品、开拓渠道，预计全年净利增速约0.5%。

● 行业初期费用投放较大，长期看全渠道齐发力、产能陆续释放，潜力大

西麦食品持续深耕线下渠道，通过驻场导购、试吃活动等吸引消费者，提升单店卖力；推出90g等小包装产品开拓便利店等渠道；积极布局线上渠道，试水新零售业务。此外，2020年5月宿迁工厂已投产，公司热食产能充裕；江苏西麦燕麦食品创新工厂项目启动可保障公司未来冷食燕麦供给。目前冷食市场仍在快速扩容期，尚未有龙头品牌，公司短期内需要投放较多费用以抢占市场份额。未来随着渠道建设完善、产能陆续释放，公司发展潜力巨大。

● 风险提示：宏观经济下行风险、新品推广不及预期风险、食品安全风险。

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	1,064	1,252	1,504
YOY(%)	18.3	14.3	9.4	17.7	20.1
归母净利润(百万元)	137	157	158	195	244
YOY(%)	35.2	15.0	0.5	23.1	25.0
毛利率(%)	61.7	58.2	55.7	57.4	58.8
净利率(%)	16.1	16.2	14.9	15.6	16.2
ROE(%)	26.2	11.7	11.5	13.0	14.6
EPS(摊薄/元)	0.86	0.98	0.99	1.22	1.52
P/E(倍)	43.2	37.5	37.4	30.3	24.3
P/B(倍)	11.3	4.4	4.3	3.9	3.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	561	1359	1369	1558	1701
现金	406	148	160	292	416
应收票据及应收账款	57	55	67	77	96
其他应收款	1	1	1	1	2
预付账款	13	17	16	23	24
存货	70	111	98	139	137
其他流动资产	14	1026	1026	1026	1026
非流动资产	188	296	300	320	350
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	107	147	172	205	240
无形资产	24	23	24	25	26
其他非流动资产	57	126	104	91	84
资产总计	749	1654	1670	1878	2051
流动负债	222	305	290	368	377
短期借款	30	20	20	20	20
应付票据及应付账款	122	202	173	252	242
其他流动负债	70	83	97	96	114
非流动负债	4	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	9	9	9	9
负债合计	226	314	299	377	385
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	556	701	867
归属母公司股东权益	523	1341	1371	1502	1665
负债和股东权益	749	1654	1670	1878	2051

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	130	180	137	211	229
净利润	137	157	158	195	244
折旧摊销	12	13	15	19	24
财务费用	-1	-3	-3	-5	-9
投资损失	-7	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	-20	26	-14	21	-10
其他经营现金流	10	-6	-12	-12	-12
投资活动现金流	-56	-1087	-0	-20	-34
资本支出	65	107	4	20	29
长期投资	0	-983	0	0	0
其他投资现金流	10	-1963	4	0	-5
筹资活动现金流	-13	648	-125	-59	-71
短期借款	-9	-10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	20	80	0	0
资本公积增加	0	641	-80	0	0
其他筹资现金流	-4	-2	-125	-59	-71
现金净增加额	62	-260	12	132	124

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	851	973	1064	1252	1504
营业成本	326	407	471	533	619
营业税金及附加	11	10	14	16	18
营业费用	331	352	380	448	548
管理费用	38	46	47	57	67
研发费用	3	5	5	6	7
财务费用	-1	-3	-3	-5	-9
资产减值损失	0	0	-0	-0	0
其他收益	3	10	10	10	10
公允价值变动收益	2	12	12	12	12
投资净收益	7	7	7	7	7
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	156	184	181	226	282
营业外收入	0	0	2	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	156	184	183	227	282
所得税	19	27	24	32	39
净利润	137	157	158	195	244
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	137	157	158	195	244
EBITDA	157	194	195	240	297
EPS(元)	0.86	0.98	0.99	1.22	1.52

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.3	14.3	9.4	17.7	20.1
营业利润(%)	39.1	18.4	-2.1	25.1	24.6
归属于母公司净利润(%)	35.2	15.0	0.5	23.1	25.0
获利能力					
毛利率(%)	61.7	58.2	55.7	57.4	58.8
净利率(%)	16.1	16.2	14.9	15.6	16.2
ROE(%)	26.2	11.7	11.5	13.0	14.6
ROIC(%)	22.9	11.3	11.1	12.4	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	30.2	19.0	17.9	20.1	18.8
净负债比率(%)	-71.3	-9.1	-9.7	-17.7	-23.4
流动比率	2.5	4.5	4.7	4.2	4.5
速动比率	2.1	3.3	3.5	3.2	3.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	0.8	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	17.3	17.4	17.4	17.4	17.4
应付账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.98	0.99	1.22	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.13	0.86	1.32	1.43
每股净资产(最新摊薄)	3.27	8.38	8.57	9.39	10.41
估值比率					
P/E	43.2	37.5	37.4	30.3	24.3
P/B	11.3	4.4	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	35.2	25.7	25.6	20.2	15.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn