

西麦食品 (002956)

证券研究报告

2021年02月18日

股票激励草案传递积极信号，彰显长期发展信心

事件：公司公布2021年限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象授予权益总计146万份，占公告时股本总额16000万股的0.9125%。股票的授予价格为13.08元/股（2月10日收盘价为25.56元，折价48.8%）。本次涉及的激励对象共49人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）骨干。

解锁条件助推业绩增长，业绩有望再创新高。本次股权激励分三次解锁，以公司层面业绩考核及个人层面绩效考核作为解锁条件，2021-2023年营收同比增速不低于21%/21%/21%；净利润同比增速不低于15%/15%/20%。公司需摊销总费用为1909.68万元，2021-2024年分别摊销835.49/684.30/326.24/63.66万元，假设2020年业绩根据万得一致预期计算，2021-2023年每年不计摊销费用的净利润增速不低于20%/13%/18%。公司股权激励营业收入解锁条件较过去三年的业绩有明显提高，之前增速较低主要系热冲市场规模增长乏力，后续业绩增长目标较高主要系冷食业务贡献，业绩有望迎拐点。

股权激励彰显管理层信心，公司费用投放决心大。公司发布股权激励草案，落地后能充分调动公司核心骨干的积极性，更好的加强公司管理层、股东和公司之间的利益结合，提高公司的生产经营业绩，彰显公司长期发展信心，公司活力有望逐步释放。

公司作为传统的食品加工企业，澳洲进口原料与生产工艺共同塑造高品质产品。在燕麦行业逐步成为蓝海市场后，行业竞争逐步加剧。因此公司需加大销售费用投放，并激励公司骨干，进一步抢占市场份额。公司激励方案解锁条件净利润增速低于营收增速，释放积极信号，预计公司将继续保持高费用的投放，进一步拓宽渠道，销售费用投入零售终端提高渠道管控能力、线上渠道发展为休闲零食类产品快速打开市场。

公司经营优势稳固，长期发展持续向好。公司作为国内燕麦第一股，深耕燕麦行业20余年，高品质健康的热食纯燕麦为西麦赢得众多忠实消费者，休闲燕麦子品牌“西澳阳光”推出新品节奏快，也有较多新品储备。公司围绕燕麦从热冲型产品的优势领域拓展至冷食、零食品类，不断丰富产品线。公司渠道具备多元化拓展空间，未来随着新建产能的不断释放，公司市占率有望进一步提升。

盈利预测：根据三季报以及激励解锁目标指引，调整盈利预测，预计20-22年实现营业收入10.66、12.91、15.65亿元，同比增长9.63%/21.05%/21.21%，实现净利润由1.8、2.2、2.6亿元调整至1.62、1.91、2.28亿元，同比增长3%/18%/19%，20-22年EPS分别为1.01、1.20、1.43元，维持公司“买入”评级。

风险提示：冷食销售不及预期、线上拓展不顺利、澳洲进口燕麦成本上涨。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	850.85	972.78	1,066.48	1,291.01	1,564.81
增长率(%)	18.26	14.33	9.63	21.05	21.21
EBITDA(百万元)	166.01	188.69	195.41	230.40	273.93
净利润(百万元)	136.85	157.41	162.04	191.31	228.17
增长率(%)	35.17	15.02	2.94	18.06	19.27
EPS(元/股)	0.86	0.98	1.01	1.20	1.43
市盈率(P/E)	29.88	25.98	25.24	21.38	17.92
市净率(P/B)	7.83	3.05	2.80	2.59	2.41
市销率(P/S)	4.81	4.20	3.83	3.17	2.61
EV/EBITDA	0.00	18.23	15.23	12.70	10.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.56元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	160.00
流通A股股本(百万股)	69.83
A股总市值(百万元)	4,089.60
流通A股市值(百万元)	1,784.75
每股净资产(元)	8.27
资产负债率(%)	18.87
一年内最高/最低(元)	111.58/22.40

作者

刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
薛涵	联系人
xuehana@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《西麦食品-半年报点评:业绩增长超预期，冷食放量全年可期》2020-09-02
- 《西麦食品-季报点评:产能渠道扩张引领新品放量，盈利能力稳健》2020-05-02
- 《西麦食品-首次覆盖报告:健康升级拓宽行业赛道，上市开启扩张新篇章》2020-03-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	406.48	148.34	291.47	326.22	386.68	营业收入	850.85	972.78	1,066.48	1,291.01	1,564.81
应收票据及应收账款	56.65	55.07	74.99	76.62	108.15	营业成本	325.66	406.88	473.63	551.17	650.48
预付账款	13.16	16.85	20.12	22.20	27.36	营业税金及附加	10.75	10.45	10.66	14.36	16.62
存货	69.92	111.41	71.93	150.50	103.44	营业费用	330.90	352.01	362.60	451.85	555.51
其他	15.02	1,026.86	935.25	950.81	1,004.40	管理费用	37.86	45.98	50.41	73.93	101.71
流动资产合计	561.22	1,358.53	1,393.77	1,526.35	1,630.03	研发费用	3.24	4.94	5.33	5.16	6.26
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(1.15)	(2.84)	(0.41)	(1.20)	(1.51)
固定资产	106.54	146.91	208.64	270.42	319.23	资产减值损失	0.40	0.00	0.00	0.02	0.10
在建工程	43.57	116.46	105.88	111.53	96.92	公允价值变动收益	1.81	11.99	15.66	15.83	16.62
无形资产	23.88	23.31	22.94	22.57	22.19	投资净收益	7.45	7.23	6.68	7.12	7.01
其他	13.64	9.28	10.79	9.91	8.88	其他	(21.85)	(48.34)	(44.68)	(45.89)	(47.25)
非流动资产合计	187.64	295.97	348.25	414.42	447.21	营业利润	155.78	184.48	186.59	218.65	259.27
资产总计	748.86	1,654.49	1,742.02	1,940.77	2,077.24	营业外收入	0.01	0.05	0.24	0.10	0.13
短期借款	30.00	20.03	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.20	0.07	0.13	0.13	0.11
应付票据及应付账款	122.37	201.92	182.76	252.47	267.67	利润总额	155.59	184.46	186.69	218.61	259.28
其他	69.91	83.18	95.00	101.33	103.68	所得税	18.73	27.05	24.66	27.31	31.11
流动负债合计	222.28	305.13	277.77	353.80	371.34	净利润	136.85	157.41	162.04	191.31	228.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	136.85	157.41	162.04	191.31	228.17
其他	4.05	8.85	5.62	6.17	6.88	每股收益(元)	0.86	0.98	1.01	1.20	1.43
非流动负债合计	4.05	8.85	5.62	6.17	6.88						
负债合计	226.33	313.98	283.39	359.97	378.22						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	60.00	80.00	160.00	160.00	160.00	成长能力					
资本公积	190.09	830.72	750.72	750.72	750.72	营业收入	18.26%	14.33%	9.63%	21.05%	21.21%
留存收益	462.53	1,260.52	1,298.63	1,420.80	1,539.02	营业利润	39.06%	18.42%	1.14%	17.18%	18.58%
其他	(190.09)	(830.72)	(750.72)	(750.72)	(750.72)	归属于母公司净利润	35.17%	15.02%	2.94%	18.06%	19.27%
股东权益合计	522.53	1,340.52	1,458.63	1,580.80	1,699.02	获利能力					
负债和股东权益总计	748.86	1,654.49	1,742.02	1,940.77	2,077.24	毛利率	61.73%	58.17%	55.59%	57.31%	58.43%
						净利率	16.08%	16.18%	15.19%	14.82%	14.58%
						ROE	26.19%	11.74%	11.11%	12.10%	13.43%
						ROIC	228.93%	117.07%	39.80%	55.24%	54.46%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	30.22%	18.98%	16.27%	18.55%	18.21%
净利润	136.85	157.41	162.04	191.31	228.17	净负债率	-72.05%	-9.57%	-19.98%	-20.64%	-22.76%
折旧摊销	12.05	12.73	9.23	12.95	16.18	流动比率	2.52	4.45	5.02	4.31	4.39
财务费用	(0.67)	0.87	(0.41)	(1.20)	(1.51)	速动比率	2.21	4.09	4.76	3.89	4.11
投资损失	(7.45)	(7.23)	(6.68)	(7.12)	(7.01)	营运能力					
营运资金变动	(29.30)	(165.80)	110.16	(3.72)	(7.43)	应收账款周转率	17.31	17.42	16.40	17.03	16.94
其它	18.94	182.50	15.66	15.83	16.62	存货周转率	13.83	10.73	11.63	11.61	12.32
经营活动现金流	130.42	180.49	290.00	208.04	245.01	总资产周转率	1.26	0.81	0.63	0.70	0.78
资本支出	57.25	119.90	63.23	79.45	49.29	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.86	0.98	1.01	1.20	1.43
其他	(112.81)	(1,206.75)	(146.55)	(184.80)	(125.41)	每股经营现金流	0.82	1.13	1.81	1.30	1.53
投资活动现金流	(55.57)	(1,086.84)	(83.32)	(105.36)	(76.12)	每股净资产	3.27	8.38	9.12	9.88	10.62
债权融资	30.00	20.03	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	39.22	701.55	38.47	39.26	39.58	市盈率	29.88	25.98	25.24	21.38	17.92
其他	(82.20)	(73.40)	(102.01)	(107.21)	(148.02)	市净率	7.83	3.05	2.80	2.59	2.41
筹资活动现金流	(12.99)	648.17	(63.54)	(67.94)	(108.44)	EV/EBITDA	0.00	18.23	15.23	12.70	10.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	19.47	15.98	13.45	11.05
现金净增加额	61.87	(258.18)	143.14	34.74	60.46						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com