

## 西麦食品 (002956.SZ) 业绩短期承压, 仍处发展黄金期

2021年08月18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 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

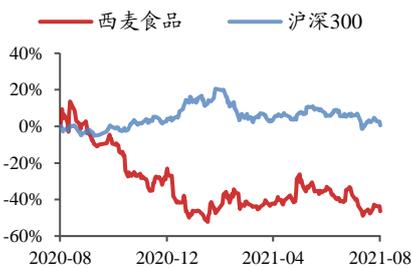
yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060001

日期	2021/8/17
当前股价(元)	18.37
一年最高最低(元)	56.80/17.38
总市值(亿元)	41.15
流通市值(亿元)	17.58
总股本(亿股)	2.24
流通股本(亿股)	0.96
近3个月换手率(%)	209.94

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q1 业绩高增, 冷食、热食齐发力, 未来可期》-2021.4.29

《公司信息更新报告-Q1 业绩快速增长, 股权激励彰显发展信心》-2021.4.15

《公司信息更新报告-回购激励员工, 利好长远发展》-2021.1.14

### ● 2021Q2 业绩短期承压, 维持“买入”评级

西麦食品 2021Q2 实现营收 2.54 亿元, 同比增 3.06%; 归母净利润 0.27 亿元, 同比降 39.8%。由于费率提升, 我们下调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润为 1.54 (-0.18)、1.89 (-0.29)、2.39 (-0.36) 亿元, EPS 分别 0.69、0.85、1.07 元, 当前股价对应 PE 为 26.8、21.7、17.2 倍。公司线下优势稳固, 维持“买入”评级。

### ● 营收增速放缓, 复合燕麦片、冷食燕麦片表现较好

公司 2021Q2 营收放缓主因疫情期间补偿性消费在 2020Q2 体现, 基数较高。具体分产品来看, 2021Q2 纯燕麦片略有下滑, 或因 2020Q2 补偿性消费导致基数较大; 复合燕麦片、冷食燕麦片稳步增长。随着线上、线下渠道布局完善、冷食燕麦片、纯燕麦片、复合燕麦片齐发力, 预计 2021 年公司营收仍可稳步增长。

### ● 净利率下行主因毛利率下降、管理费用率提升

公司 2021Q2 净利率同比降 7.5pct 至 10.5%。主因新的会计准则将运输装卸费计入到成本, 毛利率同比降 11.6pct 至 42.9%。剔除会计准则影响后, 分产品看:

(1) 纯燕麦毛利率提升; (2) 复合燕麦片及冷食燕麦片毛利率略有下滑, 主因公司进行促销活动消化库存。销售费用率同比降 3.9pct 至 26.7%, 主因新会计准则影响, 剔除会计准则影响后销售费用率同比基本稳定。2021Q2 管理费用率同比提升 2.2pct 至 7.0%, 主因: (1) 公司计提股权激励费用; (2) 江苏西麦投产后增加管理费用; (3) 2020 年同期疫情使开支相对较少。展望 2021H2, 考虑到基数效应, 预计净利提升幅度可能加快。预计 2021 年可达成全年股权激励目标。

### ● 全渠道布局, 冷食、热食齐发力, 未来可期

公司冷食、热食燕麦齐发力, 2021H1 共开发、升级完成 44 个 SKU。西麦食品进行全渠道布局: (1) 持续深耕 KA 渠道, 不断开拓流通渠道; (2) 线上天猫、京东、拼多多、抖音等多平台运营。此外, 推出股权激励计划可提升团队凝聚力和积极性。未来随着品牌升级、渠道布局完善, 公司发展潜力大。

### ● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	973	1,024	1,249	1,517	1,838
YOY(%)	14.3	5.3	21.9	21.4	21.1
归母净利润(百万元)	157	132	154	189	239
YOY(%)	15.0	-16.0	16.2	23.3	26.3
毛利率(%)	58.2	48.5	47.6	48.6	49.6
净利率(%)	16.2	12.9	12.3	12.5	13.0
ROE(%)	11.7	9.8	10.7	12.5	14.8
EPS(摊薄/元)	0.70	0.59	0.69	0.85	1.07
P/E(倍)	26.1	31.1	26.8	21.7	17.2
P/B(倍)	3.1	3.1	2.9	2.7	2.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1359	1343	1546	1563	1772
现金	148	251	374	379	491
应收票据及应收账款	55	60	80	90	116
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	17	20	25	29	36
存货	111	110	165	163	226
其他流动资产	1026	901	901	901	901
<b>非流动资产</b>	296	354	381	416	463
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	147	258	289	322	362
无形资产	23	23	23	25	26
其他非流动资产	126	73	69	69	75
<b>资产总计</b>	1654	1697	1927	1979	2234
<b>流动负债</b>	305	342	479	452	607
短期借款	20	47	47	47	47
应付票据及应付账款	202	216	303	314	418
其他流动负债	83	80	129	90	141
<b>非流动负债</b>	9	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	314	352	489	462	617
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	80	160	224	224	224
资本公积	831	751	687	687	687
留存收益	430	434	539	653	774
<b>归属母公司股东权益</b>	1341	1345	1438	1517	1618
负债和股东权益	1654	1697	1927	1979	2234

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	180	117	200	147	298
净利润	157	132	154	189	239
折旧摊销	13	21	24	28	33
财务费用	-3	3	3	3	3
投资损失	-7	-1	-4	-2	-3
营运资金变动	26	16	56	-39	58
其他经营现金流	-6	-54	-32	-32	-32
<b>投资活动现金流</b>	-1087	73	-15	-29	-45
资本支出	107	87	27	35	47
长期投资	-983	155	0	0	0
其他投资现金流	-1963	315	12	6	2
<b>筹资活动现金流</b>	648	-102	-63	-113	-142
短期借款	-10	27	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	20	80	64	0	0
资本公积增加	641	-80	-64	0	0
其他筹资现金流	-2	-129	-63	-113	-142
<b>现金净增加额</b>	-260	85	122	5	112

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	973	1024	1249	1517	1838
营业成本	407	528	655	780	926
营业税金及附加	10	10	15	17	20
营业费用	352	312	355	440	533
管理费用	46	54	81	91	110
研发费用	5	5	6	7	9
财务费用	-3	3	3	3	3
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	10	11	11	11	11
公允价值变动收益	12	32	32	32	32
投资净收益	7	1	4	2	3
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	184	157	181	224	282
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	1	0
<b>利润总额</b>	184	156	181	223	282
所得税	27	24	27	34	43
<b>净利润</b>	157	132	154	189	239
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	157	132	154	189	239
EBITDA	194	172	198	243	304
EPS(元)	0.70	0.59	0.69	0.85	1.07

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.3	5.3	21.9	21.4	21.1
营业利润(%)	18.4	-14.9	15.4	23.6	26.0
归属于母公司净利润(%)	15.0	-16.0	16.2	23.3	26.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	58.2	48.5	47.6	48.6	49.6
净利率(%)	16.2	12.9	12.3	12.5	13.0
ROE(%)	11.7	9.8	10.7	12.5	14.8
ROIC(%)	11.3	9.2	9.9	11.6	13.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.0	20.8	25.4	23.3	27.6
净负债比率(%)	-9.1	-14.6	-22.1	-21.3	-26.9
流动比率	4.5	3.9	3.2	3.5	2.9
速动比率	3.3	3.5	2.8	3.0	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	17.4	17.9	17.9	17.9	17.9
应付账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.59	0.69	0.85	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.52	0.89	0.66	1.33
每股净资产(最新摊薄)	5.98	6.00	6.42	6.77	7.22
<b>估值比率</b>					
P/E	26.1	31.1	26.8	21.7	17.2
P/B	3.1	3.1	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	16.5	17.7	14.8	12.0	9.2

## 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