

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年10月28日**
**市场数据**

目前股价	51.3
总市值（亿元）	41.04
流通市值（亿元）	10.26
总股本（万股）	8,000
流通股本（万股）	2,000
12个月最高/最低	72.18/43.99

**分析师**

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

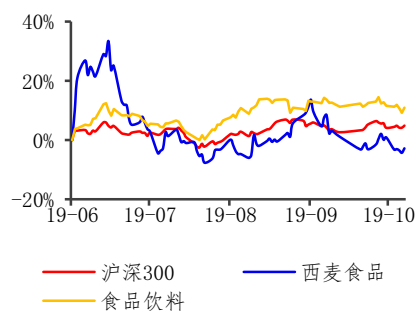
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 业绩超预期，稳步推进多元化战略

## ——西麦食品（002956）公司动态点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	967	1117	1310
(+/-%)	13.7%	15.5%	17.3%
净利润	151	172	203
(+/-%)	10.2%	14.2%	17.9%
摊薄 EPS	1.88	2.15	2.54
PE	27	24	20

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**
**■ 事项：**

西麦食品发布 19 年三季报，公司 1-3Q19 实现营收 6.9 亿元，同比增 13.6%，净利 1.22 亿元，同比增 10.7%，每股收益 1.83 元。3Q19 实现营收 2.4 亿元，同比增 16.4%，净利 0.47 亿元，同比增 11.4%，每股收益 0.58 元。

**■ 投资要点：**

**3Q19 业绩超预期。**3Q19 净利同比增 11.4%，主要源于营收同比增 16.4% 和销售费用率同比下降 1.3pct。

**线上、线下渠道齐发力，营收较快增长。**3Q19 营收增 16.4%，营收较快增长主因线上、线下全渠道齐发力。公司积极布局线上电商渠道、并持续进行线下渠道精耕，全渠道扩张下产品销量增速较快，拉动 3Q19 营收快速增长。展望全年，随着欧洲布勒挤压膨化生产线投产、新品进场、线上线下渠道布局完善，预计收入可维持 14% 增长。

**销售费用率略有下滑，毛利率仍承压。**3Q19 毛利率为 57.4%，同比下降 4.7pct，主为原材料燕麦粒成本上行以及汇率影响；销售费用率同比下降 1.3pct 至 34.8%，主因销售规模快速扩大。展望全年，原材料燕麦粒成本仍存上行压力，毛利率承压，但公司可通过产品结构升级缓解成本压力；新品推广、渠道布局仍需投放费用，但规模扩大下，销售费用率或持平略降。

**燕麦消费场景多样空间广阔，品牌年轻化、品类与渠道多元可进一步提升核心竞争力。**目前中国人均燕麦消费量仍较低，而燕麦具备主食、休闲、饮料等多种消费场景，随着燕麦消费人群年龄层扩大、消费场景丰富，燕麦行业未来仍有很大发展空间。西麦推广定位于年轻消费群体、休闲燕麦食品的“西澳阳光”副品牌，并开展品类

和渠道多元战略。随着欧洲布勒挤压膨化生产设备投产，可满足年轻消费者对于休闲燕麦食品多样化的需求。未来在新品陆续推出、渠道铺设完善全渠道发力下，西麦仍处于发展黄金期。

**盈利预测与投资建议：**预计 19-21 年公司收入分别增长 13.7%、15.5%与 17.3%，公司净利+10.2%、+14.2%、+17.9%，EPS 分别为 1.88、2.15、2.54 元，对应 PE 分别为 27、24、20 倍。西麦具有规模优势，渠道力和品牌力强，未来品类、品牌、渠道扩张可进一步提升其核心竞争力，给予“推荐”评级。

**风险提示：**食品安全风险、原料价格波动风险。

## 1.1 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	719.51	850.85	967.32	1116.88	1310.18	<b>成长性</b>					
营业成本	289.02	325.66	389.36	446.62	517.72	营业收入增长	14.1%	18.3%	13.7%	15.5%	17.3%
营业费用	251.00	330.90	363.71	424.41	501.80	营业成本增长	6.0%	12.7%	19.6%	14.7%	15.9%
管理费用	59.68	37.86	43.04	49.69	58.29	营业利润增长	6.7%	39.1%	6.6%	15.5%	18.4%
研发费用	2.44	3.24	4.35	4.80	5.24	利润总额增长	0.0%	38.2%	8.9%	14.9%	17.5%
财务费用	2.48	-1.15	-0.82	-4.89	-7.24	净利润增长	7.2%	35.2%	10.2%	14.2%	17.9%
其他收益	5.45	3.32	4.39	3.85	4.12	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	5.35	7.45	6.32	6.52	6.41	毛利率(%)	59.8%	61.7%	59.7%	60.0%	60.5%
营业利润	112.02	155.78	166.05	191.86	227.16	销售净利率(%)	14.1%	16.1%	15.6%	15.4%	15.5%
营业外收支	0.54	-0.20	3.44	2.83	1.65	ROE(%)	26.2%	26.2%	22.4%	20.4%	19.4%
利润总额	112.56	155.59	169.49	194.68	228.81	ROIC(%)	129.2%	88.7%	137.5%	109.0%	149.2%
所得税	11.31	18.73	18.72	22.47	25.84	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	34.9%	38.9%	37.6%	38.0%	38.3%
净利润	101.25	136.85	150.77	172.21	202.97	管理费用/营业收入	8.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
					( 百万 )	财务费用/营业收入	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.6%
流动资产	466.39	561.22	763.59	928.80	1173.27	投资收益/营业利润	4.8%	4.8%	3.8%	3.4%	2.8%
货币资金	354.07	406.48	600.18	730.27	954.36	所得税/利润总额	10.1%	12.0%	11.0%	11.5%	11.3%
应收票据及应收账款	41.64	56.65	55.10	73.92	77.43	应收账款周转率	14.76	17.31	17.31	17.31	17.31
其他应收款	0.98	1.14	1.27	1.51	1.75	存货周转率	5.92	5.29	5.29	5.29	5.29
存货	53.15	69.92	77.23	91.55	104.10	流动资产周转率	1.57	1.66	1.46	1.32	1.25
非流动资产	139.34	187.64	203.35	218.36	237.55	总资产周转率	1.21	1.26	1.13	1.06	1.02
固定资产	112.98	106.54	126.39	146.43	168.05	<b>偿债能力</b>					
资产总计	605.73	748.86	966.94	1147.16	1410.82	资产负债率(%)	36.3%	30.2%	28.3%	24.6%	24.3%
流动负债	216.05	222.28	269.59	277.60	338.29	流动比率	2.16	2.52	2.83	3.35	3.47
短期借款	39.00	30.00	30.00	30.00	30.00	速动比率	1.84	2.09	2.44	2.90	3.06
应付账款	125.04	122.37	173.44	165.86	227.46	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
非流动负债	3.96	4.05	4.05	4.05	4.05	EPS	1.27	1.71	1.88	2.15	2.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.82	6.53	8.42	10.57	13.11
负债合计	220.01	226.33	273.65	281.65	342.34	每股经营现金流	2.94	1.41	2.44	1.87	3.11
股东权益	385.72	522.53	673.30	845.51	1048.48	每股经营现金/EPS	2.32	0.82	1.29	0.87	1.23
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00	<b>估值</b>					
留存收益	135.63	272.44	423.21	595.42	798.39	PE	40.53	29.99	27.22	23.83	20.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	2.16	1.10	1.61	1.23	1.44
负债和股东权益	605.73	748.86	966.94	1147.16	1410.82	PEG	10.64	7.85	6.10	4.85	3.91
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	P/B	32.44	23.73	20.98	17.75	14.20
经营活动现金流	126.57	130.42	194.83	149.36	249.06	EV/EBITDA	5.27	4.39	3.66	3.05	2.43
其中营运资本减少	125.88	-27.20	38.65	-27.11	40.31	EV/SALES	8.85	6.70	5.00	3.87	2.94
投资活动现金流	161.60	-55.57	-21.95	-24.15	-32.21	ROIC/WACC	12.48	8.57	13.28	10.48	14.29
其中资本支出	8.63	65.32	15.72	15.01	19.19	REP	0.71	0.78	0.38	0.37	0.21
融资活动现金流	-109.44	-12.99	20.82	4.89	7.24						
净现金总变化	176.17	61.54	193.70	130.09	224.09						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>