

西麦食品 (002956.SZ) 业绩超预期，份额持续提升

2023年04月27日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（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	2023/4/26
当前股价(元)	14.69
一年最高最低(元)	17.13/11.81
总市值(亿元)	32.80
流通市值(亿元)	32.61
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.22
近3个月换手率(%)	73.37

● 领先地位稳固，份额持续提升，维持“增持”评级

西麦食品 2022Q4 实现总营收 3.64 亿元，同比增 9.86%；归母净利 0.24 亿元，扭亏为盈。2023Q1 实现总营收 3.87 亿元，同比增 10.63%；归母净利 0.39 亿元，同比增 39.01%。由于费用使用效率提升，我们上调 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2024 年归母净利为 1.32、1.61 亿元（前次为 1.16、1.36 亿元），并新增 2025 年盈利预测 1.88 亿元，EPS 分别为 0.59、0.72、0.84 元，当前股价对应 PE 为 24.9、20.4、17.4 倍。公司线下渠道优势稳固，维持“增持”评级。

● 营收稳步增长，复合燕麦片增速较快

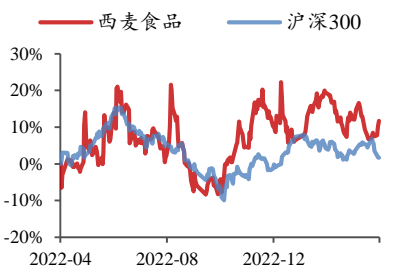
2023Q1 西麦食品营收同比增 10.63%。具体分产品来看：纯燕麦片略有增长；复合燕麦片表现较好，增速较快；冷食燕麦片精炼 SKU，产品聚焦，实现增长。公司的领先优势较为稳固，市场份额持续提升。根据尼尔森数据，2022 年公司市占率 18.9%，位居全国第一；线上多平台销售排名位居行业前列。展望 2023 年，公司会持续发力纯燕麦片及复合燕麦片，全渠道布局：（1）目前线上电商如抖音渠道已初有成效，2022 年公司在抖音快手平台 GMV 同比增 299%，未来仍会持续布局线上渠道；（2）目前全国连锁休闲零食店大系统覆盖超过 65%，未来会发力零食渠道，加大对零食专卖店的合作力度，并进驻更多区域的零食专卖店；（3）增加团购渠道的资源投入，因此预计 2023 年公司营收仍可双位数增长。

● 净利率提升主因销售费用率下降

公司 2023Q1 净利率同比增 2.07pct 至 10.14%，主因销售费用率降 4.39pct 至 26.1%。销售费率下降主因：（1）2022Q1 抖音等平台投入较多，基数较高；（2）公司对线上费用投入进行调整和优化，费用投入效率提升。2023Q1 公司毛利率降 2.35pct 至 42.43%，主因：（1）原材料燕麦略上行；（2）线上业务毛利率相对较低。展望 2023 年，预计原材料高位运行，但公司可通过产品结构升级、提价等方式应对；费用投放结构优化下预计费率较为稳定。

● 风险提示：疫情影响消费需求、新品推广不及预期风险、食品安全风险。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《营收稳步增长，费用管控良好——公司信息更新报告》-2022.11.2
- 《业绩短期承压，新品表现较好——公司信息更新报告》-2022.8.21

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,154	1,327	1,534	1,749	1,989
YOY(%)	12.6	15.1	15.5	14.1	13.7
归母净利润(百万元)	104	109	132	161	188
YOY(%)	-21.1	4.3	21.2	22.2	16.9
毛利率(%)	46.7	43.1	43.8	44.6	45.1
净利率(%)	9.0	8.2	8.6	9.2	9.5
ROE(%)	7.7	7.7	8.9	10.7	11.7
EPS(摊薄/元)	0.47	0.49	0.59	0.72	0.84
P/E(倍)	31.5	30.2	24.9	20.4	17.4
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.2	2.0

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)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1377	1463	1536	1560	1671	营业收入	1154	1327	1534	1749	1989
现金	277	412	396	426	436	营业成本	615	755	862	968	1092
应收票据及应收账款	75	80	100	106	128	营业税金及附加	11	13	15	17	20
其他应收款	1	10	3	11	4	营业费用	365	394	455	518	588
预付账款	41	31	52	42	65	管理费用	71	81	92	104	117
存货	164	154	209	198	261	研发费用	5	6	6	7	8
其他流动资产	818	777	777	777	777	财务费用	-0	-10	-11	-12	-14
非流动资产	400	458	489	519	554	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	10	14	14	14	14
固定资产	281	334	367	400	436	公允价值变动收益	22	22	22	22	22
无形资产	24	28	30	30	31	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	95	97	92	89	87	资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
资产总计	1777	1921	2025	2079	2225	营业利润	119	123	150	183	214
流动负债	411	500	533	566	610	营业外收入	0	1	0	1	1
短期借款	100	128	128	128	128	营业外支出	1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	196	237	258	297	329	利润总额	118	123	149	182	213
其他流动负债	114	136	147	141	153	所得税	14	14	17	21	25
非流动负债	14	12	12	12	12	净利润	104	109	132	161	188
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	12	12	12	12	归属母公司净利润	104	109	132	161	188
负债合计	425	513	545	578	622	EBITDA	142	149	174	211	246
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.47	0.49	0.59	0.72	0.84
股本	224	223	223	223	223	主要财务比率					
资本公积	691	684	684	684	684	成长能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	478	527	580	653	735	营业收入(%)	12.6	15.1	15.5	14.1	13.7
归属母公司股东权益	1352	1408	1480	1501	1604	营业利润(%)	-24.5	4.1	21.3	22.0	16.9
负债和股东权益	1777	1921	2025	2079	2225	归属于母公司净利润(%)	-21.1	4.3	21.2	22.2	16.9
现金流量表(百万元)						获利能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	30	192	71	200	133	毛利率(%)	46.7	43.1	43.8	44.6	45.1
净利润	104	109	132	161	188	净利率(%)	9.0	8.2	8.6	9.2	9.5
折旧摊销	26	31	29	34	38	ROE(%)	7.7	7.7	8.9	10.7	11.7
财务费用	-0	-10	-11	-12	-14	ROIC(%)	7.0	6.8	7.9	9.6	10.5
投资损失	0	0	0	0	0	偿债能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营运资金变动	-88	87	-57	39	-57	资产负债率(%)	23.9	26.7	26.9	27.8	27.9
其他经营现金流	-12	-24	-22	-22	-22	净负债比率(%)	-12.0	-19.3	-17.3	-19.0	-18.5
投资活动现金流	46	-45	-37	-42	-51	流动比率	3.4	2.9	2.9	2.8	2.7
资本支出	61	106	30	31	35	速动比率	2.8	2.5	2.3	2.3	2.2
长期投资	107	61	0	0	0	营运能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
其他投资现金流	214	122	-7	-12	-16	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
筹资活动现金流	-35	-41	-49	-128	-72	应收账款周转率	17.1	17.0	17.0	17.0	17.0
短期借款	53	28	0	0	0	应付账款周转率	3.0	3.5	3.5	3.5	3.5
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标(元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
普通股增加	64	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.49	0.59	0.72	0.84
资本公积增加	-60	-6	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.86	0.32	0.89	0.60
其他筹资现金流	-92	-62	-49	-128	-72	每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.31	6.63	6.72	7.18
现金净增加额	35	115	-15	29	10	估值比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
数据来源：聚源、开源证券研究所						P/E	31.5	30.2	24.9	20.4	17.4
						P/B	2.4	2.3	2.2	2.2	2.0
						EV/EBITDA	16.4	15.1	13.1	10.6	9.1

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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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