

西麦食品 (002956.SZ) 业绩短期承压，新品表现较好

2022年08月21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	2022/8/19
当前股价(元)	13.70
一年最高最低(元)	19.98/11.95
总市值(亿元)	30.59
流通市值(亿元)	30.41
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.22
近3个月换手率(%)	101.44

● 线下优势稳固，维持“增持”评级

西麦食品 2022Q2 实现营收 2.82 亿元，同比增 11.22%；归母净利润 0.18 亿元，同比降 32.16%。由于疫情影响及冷食燕麦行业进入调整期，我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利为 1.05(-0.17)、1.16(-0.25)、1.36(-0.24) 亿元，EPS 分别 0.47(-0.08)、0.52(-0.11)、0.61(-0.11) 元，当前股价对应 PE 为 29.0、26.4、22.4 倍。公司线上渠道占比逐步提升，线下渠道优势稳固，维持“增持”评级。

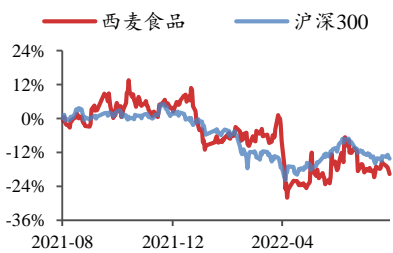
● 热食新品表现亮眼，营收稳步增长

2022Q2 具体来看：（1）分产品看：2022Q2 纯燕麦片稳步增长；复合燕麦快速增长；冷食燕麦下滑。热食新品表现亮眼，高速增长；冷食延续市场颓势，仍然下滑。（2）分渠道看：B 端收入增速较快；线上电商增长提速。公司积极推广新品，新品反响较好，复购率较高。2022H1 共开发和升级 16 个项目，共推出 34 个 SKU 新品。西麦食品市占率持续提升，热食份额行业第一的领先地位稳固。展望未来，随着线下渠道广覆盖、线上渠道发力，我们预计公司 2022 年营收增速约 15%。

● 净利率下行主因毛利率下滑、费率提升

2022Q2 净利率同比降 4.1pct 至 6.4%，主因销售费用率提升 5.4pct 至 32.0%，管理费用提升了 0.7pct 至 7.6%，主因：（1）2022Q2 线上直播费用增加、新品仍处推广期；（2）南京成立大健康公司。2022Q2 公司毛利率降低 1.6pct 至 41.3%，具体来看：（1）分产品看：纯燕麦毛利率基本持平；复合燕麦片毛利率因新品促销而略有下滑；冷食燕麦片毛利率环比稳定。（2）分渠道看：B 端毛利率稳定；因为费用投入大，线上毛利率略低。展望 2022H2，原材料成本预计温和上涨，公司可通过提升规模效应、优化费用投放等方式缓解成本压力。

● 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。

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩承压，复合燕麦表现较好，份额持续领先——公司信息更新报告》-2022.4.24

《业绩承压，复合燕麦稳步增长——公司信息更新报告》-2021.10.29

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,024	1,154	1,327	1,539	1,760
YOY(%)	5.3	12.6	15.0	16.0	14.4
净利润(百万元)	132	104	105	116	136
YOY(%)	-16.0	-21.1	1.0	10.1	17.7
毛利率(%)	48.5	46.7	44.0	44.6	45.3
净利率(%)	12.9	9.0	7.9	7.5	7.7
ROE(%)	9.8	7.7	7.5	8.4	10.0
EPS(摊薄/元)	0.59	0.47	0.47	0.52	0.61
P/E(倍)	23.1	29.3	29.0	26.4	22.4
P/B(倍)	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2

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)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1343	1377	1493	1442	1483	营业收入	1024	1154	1327	1539	1760
现金	251	277	398	256	300	营业成本	528	615	742	853	963
应收票据及应收账款	60	75	80	100	106	营业税金及附加	10	11	14	16	18
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	312	365	397	472	542
预付账款	20	41	29	52	40	管理费用	54	71	78	91	104
存货	110	164	167	214	216	研发费用	5	5	6	6	8
其他流动资产	901	818	818	818	818	财务费用	3	-0	-2	-1	1
非流动资产	354	400	419	448	477	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	11	10	10	10	10
固定资产	258	281	305	333	362	公允价值变动收益	32	22	22	22	22
无形资产	23	24	25	26	26	投资净收益	1	0	0	0	0
其他非流动资产	73	95	90	89	89	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1697	1777	1913	1890	1960	营业利润	157	119	122	133	158
流动负债	342	411	501	488	579	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	47	100	100	100	100	营业外支出	1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	216	196	301	270	374	利润总额	156	118	122	133	157
其他流动负债	80	114	100	118	104	所得税	24	14	17	17	21
非流动负债	10	14	14	14	14	净利润	132	104	105	116	136
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	10	14	14	14	14	归属母公司净利润	132	104	105	116	136
负债合计	352	425	515	502	593	EBITDA	172	142	142	158	188
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.59	0.47	0.47	0.52	0.61
股本	160	224	224	224	224	主要财务比率					
资本公积	751	691	691	691	691	成长能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	434	478	535	584	650	营业收入(%)	5.3	12.6	15.0	16.0	14.4
归属母公司股东权益	1345	1352	1397	1387	1367	营业利润(%)	-14.9	-24.5	3.2	8.8	18.3
负债和股东权益	1697	1777	1913	1890	1960	归属于母公司净利润(%)	-16.0	-21.1	1.0	10.1	17.7
						获利能力					
						毛利率(%)	48.5	46.7	44.0	44.6	45.3
						净利率(%)	12.9	9.0	7.9	7.5	7.7
						ROE(%)	9.8	7.7	7.5	8.4	10.0
						ROIC(%)	9.2	7.0	6.7	7.5	9.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.8	23.9	27.0	26.6	30.3
						净负债比率(%)	-14.6	-12.0	-20.3	-10.3	-13.7
						流动比率	3.9	3.4	3.0	3.0	2.6
						速动比率	3.5	2.8	2.5	2.4	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
						应收账款周转率	17.9	17.1	17.1	17.1	17.1
						应付账款周转率	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.59	0.47	0.47	0.52	0.61
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.13	0.91	0.08	1.09
						每股净资产(最新摊薄)	6.02	6.05	6.26	6.21	6.12
						估值比率					
						P/E	23.1	29.3	29.0	26.4	22.4
						P/B	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
						EV/EBITDA	11.6	14.9	14.0	13.5	11.1

数据来源：聚源、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