

2024年04月26日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 营收增速亮眼，关注大健康战略推进

—西麦食品（002956.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月25日，西麦食品发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

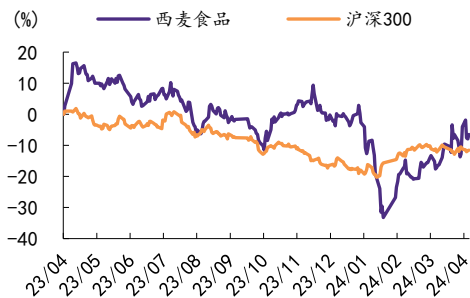
## 投资要点

## 基本数据

2024-04-25

当前股价（元）	13.42
总市值（亿元）	30
总股本（百万股）	223
流通股本（百万股）	223
52周价格范围（元）	9.64-17.12
日均成交额（百万元）	41.28

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《西麦食品（002956）：业绩符合预期，全渠道精耕持续放量》2023-10-26
- 《西麦食品（002956）：业绩超预期，产品渠道加速放量》2023-08-18
- 《西麦食品（002956）：一季度超预期，产品渠道望加速》2023-04-27

## Q1业绩开门红，规模效应释放有望优化盈利

公司2023/2023Q4营收分别为15.78/4.45亿元，分别同增19%/22%，归母净利润分别为1.15/0.23亿元，分别同比+6%/-6%，营收增速高于利润增速。一季度开门红表现亮眼，2024Q1公司总营收5.66亿元（同增46%），主要系公司聚焦大单品战略，产品/渠道协同创新所致，归母净利润0.45亿元（同增15%），全年完成营收15%增速目标可期。盈利端，2023/2024Q1公司毛利率分别为44.55%/43.71%，分别同增1pct/1pct；销售费用率分别为31.48%/30.17%，分别同增2pct/4pct，主要系公司加大营销推广费用所致，管理费用率分别为5.90%/4.43%，分别同减0.2pct/1pct，预计主要系公司强化人才能力建设，组织运营效率提升所致。综合来看，公司2023/2024Q1净利率分别为7.32%/7.96%，分别同减1pct/2pct，目前澳麦原材料价格上涨，公司通过采购俄罗斯/东欧等地区燕麦等方式实现原材料多元化布局，平滑成本波动风险，随着收入规模增长摊平固定成本与费投，盈利能力有望稳步提升。

## 燕麦主业横向拓展，大健康战略稳步推进

2023年公司燕麦食品营收14.25亿元（同增18%），销量7.79万吨（同增11%），吨价1.83万元/吨（同增6%），燕麦主业实现量价齐增，其中2023年纯燕/复合燕麦/冷燕营收分别为6.44/6.61/1.20亿元，分别同增4%/34%/22%。公司在成立三十周年之际，确定中长期发展规划，即一方面围绕燕麦主业做横向拓展并切入细分市场，伴随张北工厂赋能国产燕麦集约化种植，成本有望进一步降低；另一方面推进大健康领域开拓，2023年蛋白粉产品通过资源对接会等模式整合私域渠道资源，在试点地区取得快速突破，预计2024年延续高势能放量；目前公司在规划健字号产品，进入药店渠道，基础夯实后，公司将于2025年把重心转向市场开拓，逐步完成大健康战略布局。

## ■ 分区域做差异化战略布局，全渠道联动拓展

结合市场发展现状采取差异化打法，2023 年公司南方大区/北方大区营收分别为 8.70/6.65 亿元，分别同增 21%/13%，公司针对华东部分薄弱区域做燕麦产品的渠道/人群外延拓展，重点提升营收规模，针对山东等成熟市场做品类拓展，实现内延式增长。线下渠道逆势扩张，利用抖音溢出效应打造品牌形象，2023 年公司直营/经销渠道营收分别为 6.32/9.03 亿元，分别同增 28%/11%，公司在线下市场整体承压的环境下，实现传统商超渠道营收逆势增长，同时公司已进入零食量贩渠道，基本覆盖热食纯燕/复合燕麦，后续尝试推进大健康产品，规划 2024 年实现零食量贩渠道营收 1 亿元；除此之外，公司利用抖音溢出效应打造中高端品牌形象，通过加强内容创作能力提高投流效率，线上渠道盈利能力有望稳步优化。

## ■ 盈利预测

公司作为国产燕麦龙头，持续深耕燕麦领域，通过多元原材料布局平滑成本波动风险，同时，在燕麦主业协同优势下，大健康战略布局稳步推进，我们看好公司市场优势地位持续夯实。根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.64/0.76/0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 21/18/14 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、冷食推广不及预期、商超客流量减少等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,578	1,906	2,279	2,652
增长率（%）	18.9%	20.8%	19.6%	16.4%
归母净利润（百万元）	115	142	169	208
增长率（%）	6.1%	22.9%	19.3%	23.2%
摊薄每股收益（元）	0.52	0.64	0.76	0.93
ROE（%）	7.9%	9.3%	10.6%	12.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,578</b>	<b>1,906</b>	<b>2,279</b>	<b>2,652</b>
现金及现金等价物	526	706	761	874	营业成本	875	1,052	1,253	1,446
应收款	71	115	125	131	营业税金及附加	14	17	19	21
存货	246	249	279	281	销售费用	497	598	713	828
其他流动资产	564	485	549	589	管理费用	93	111	130	149
流动资产合计	1,408	1,555	1,714	1,875	财务费用	-12	-16	-18	-21
<b>非流动资产:</b>					研发费用	7	8	9	11
金融类资产	490	390	440	470	费用合计	585	700	835	966
固定资产	368	407	405	388	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	106	42	17	7	公允价值变动	11	11	10	9
无形资产	42	40	38	36	投资收益	4	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>136</b>	<b>167</b>	<b>197</b>	<b>242</b>
其他非流动资产	87	87	87	87	加:营业外收入	0	0	1	2
非流动资产合计	603	576	547	518	减:营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,010	2,131	2,261	2,393	<b>利润总额</b>	<b>135</b>	<b>166</b>	<b>197</b>	<b>243</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	20	24	28	34
短期借款	75	85	90	92	<b>净利润</b>	<b>115</b>	<b>142</b>	<b>169</b>	<b>208</b>
应付账款、票据	267	293	314	322	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	75	75	75	75	<b>归母净利润</b>	<b>115</b>	<b>142</b>	<b>169</b>	<b>208</b>
流动负债合计	540	602	657	695					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	11	11	11	11	营业收入增长率	18.9%	20.8%	19.6%	16.4%
非流动负债合计	11	11	11	11	归母净利润增长率	6.1%	22.9%	19.3%	23.2%
负债合计	551	613	668	707	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	44.5%	44.8%	45.0%	45.5%
股本	223	223	223	223	四项费用/营收	37.1%	36.7%	36.6%	36.4%
股东权益	1,459	1,518	1,593	1,687	净利率	7.3%	7.4%	7.4%	7.9%
负债和所有者权益	2,010	2,131	2,261	2,393	ROE	7.9%	9.3%	10.6%	12.4%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	27.4%	28.8%	29.5%	29.5%
净利润	115	142	169	208	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
折旧摊销	34	27	29	29	应收账款周转率	22.1	16.6	18.3	20.3
公允价值变动	11	11	10	9	存货周转率	3.6	4.3	4.6	5.2
营运资金变动	-41	-16	-4	19	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	120	163	204	265	EPS	0.52	0.64	0.76	0.93
投资活动现金净流量	98	125	-23	-3	P/E	26.0	21.1	17.7	14.4
筹资活动现金净流量	-38	-72	-90	-113	P/S	1.9	1.6	1.3	1.1
现金流量净额	180	216	92	149	P/B	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。