

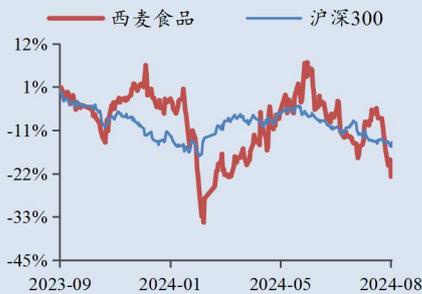
复合燕麦片表现亮眼，收入增速优于利润

——西麦食品（002956.SZ）2024年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年08月30日

当前价格（元）	11.35
52周价格区间（元）	9.12-16.56
总市值（百万元）	2,533.85
流通市值（百万元）	2,533.60
总股本（万股）	22,324.69
流通股（万股）	22,322.43
近一月换手（%）	24.59

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

2024年8月29日，公司发布2024年半年度报告。

公司实现营业收入9.73亿元，同比增长38.83%；归母净利润0.67亿元，同比增长1.84%；扣非后归母净利润0.63亿元，同比增长8.52%。

观点：

- 公司纯燕麦片保持稳健增长，复合燕麦片增速亮眼。分品类来看，2024上半年公司纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片分别实现销售收入3.72亿元/4.36亿元/0.68亿元，占营收比重38.19%/44.78%/6.98%，同比增长21.65%/58.38%/19.70%，产品结构优化，市场份额进一步扩大；分区域来看，南方大区/北方大区分别实现销售收入5.69亿元/3.76亿元，占营收比重58.42%/38.67%，同比增长54.43%/17.60%；分渠道来看，公司线下/线上渠道销售同比增长分别超过25%/55%，零食渠道销售同比增长超过130%，线上线下均保持较好增长。
- 受原材料成本上涨影响，公司毛利率和净利率出现波动。2024上半年公司实现销售毛利率/销售净利率分别为42.51%/6.83%，同比下降0.28pcts/2.49pcts；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为29.32%/5.42%/-0.50%，同比变化+2.14%/-0.67%/+0.57%，销售费用率提升较多主因上半年公司加大市场费用投入。
- 公司积极布局“燕麦谷物，大健康”两大业务。公司保持中国燕麦谷物第一的领先地位，市场份额超过20%，线下、线上市场份额连续三年上升，其中，线下市场份额提升2.7pcts至25%，公司龙头地位稳固，品牌影响力持续提升。同时，公司积极布局“大健康”业务，战略并购德赛康谷，迈入酸奶盖燕麦市场，推出高钙益生菌蛋白粉等产品，不断丰富大健康产品线。
- 盈利预测及投资评级：公司营收增速快于利润增速，若2025年燕麦原材料进入下行周期，公司利润端有望边际改善。我们预计公司2024/2025/2026营业收入分别为20.89亿元/27.06亿元/34.57亿元，同比增长32.37%/29.57%/27.72%；归母净利润分别为1.26亿元/1.55亿元/1.90亿元，同比8.93%/23.05%/23.01%；对应2024年8月30日收盘价，PE分别为20.1X/16.4X/13.3X，参照可比公司估值，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 风险提示：食品安全风险；消费复苏不及预期；成本上行；新品

推广不及预期风险；市场竞争加剧的风险；第三方数据统计偏差风险。

➤ 表 1：盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,327	1,578	2,089	2,706	3,457
增长率（%）	15.06	18.89	32.37	29.57	27.72
归母净利润（百万元）	109	115	126	155	190
增长率（%）	4.33	6.13	8.93	23.05	23.01
ROE（%）	7.72	7.91	8.30	9.66	11.02
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.49	0.52	0.56	0.69	0.85
市盈率（P/E）	23.3	22.0	20.1	16.4	13.3
市净率（P/B）	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

➤ 表 2：可比公司估值简表

证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)					PE					
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
002557.SZ	洽洽食品	25.00	126.75	1.93	1.58	2.00	2.35	2.68	13.0	15.8	12.5	10.7	9.3
002847.SZ	盐津铺子	38.47	105.56	2.40	2.64	2.55	3.26	4.07	35.0	20.9	15.9	12.4	9.9
002991.SZ	甘源食品	52.77	49.19	1.72	3.58	4.19	5.16	6.16	31.1	14.9	12.6	10.2	8.6
003000.SZ	劲仔食品	11.09	50.01	0.31	0.48	0.66	0.85	1.05	40.1	23.9	16.8	13.1	10.6
300783.SZ	三只松鼠	17.70	70.98	0.32	0.55	0.91	1.28	1.71	55.0	32.3	19.4	13.8	10.4
603866.SH	桃李面包	5.50	87.98	0.48	0.36	0.38	0.42	0.46	13.7	15.3	14.4	13.1	11.9
300973.SZ	立高食品	24.41	41.34	0.85	0.43	1.63	2.03	2.41	28.8	56.6	15.0	12.0	10.1
行业平均		24.99	75.97	1.14	1.37	1.76	2.19	2.65	31.0	25.7	15.2	12.2	10.1
002956.SZ	西麦食品	11.35	25.34	0.49	0.52	0.56	0.69	0.85	23.3	22.0	20.1	16.4	13.3

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（截至 2024 年 8 月 30 日，西麦食品盈利预测来自华龙证券研究所，其余可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,463	1,408	1,543	1,608	1,867	营业收入	1,327	1,578	2,089	2,706	3,457
现金	412	526	522	541	622	营业成本	755	875	1,153	1,474	1,877
应收票据及应收账款	80	70	111	123	176	税金及附加	13	14	18	24	30
其他应收款	10	2	14	6	20	销售费用	394	497	692	915	1,174
预付账款	31	57	59	92	101	管理费用	81	93	104	141	180
存货	154	246	330	340	442	研发费用	6	7	10	13	16
其他流动资产	777	506	506	506	506	财务费用	-10	-12	-12	-15	-19
非流动资产	458	603	724	871	1,043	资产和信用减值损失	-1	-2	-1	-1	-2
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	14	19	14	16	15
固定资产	334	368	479	615	770	公允价值变动收益	22	11	11	11	11
无形资产	28	42	44	47	51	投资净收益	0	4	0	0	0
其他非流动资产	97	193	201	209	222	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1,921	2,010	2,267	2,479	2,910	营业利润	123	136	148	182	224
流动负债	500	540	741	866	1,171	营业外收入	1	0	0	0	0
短期借款	128	75	136	205	321	营业外支出	1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	237	267	397	452	629	利润总额	123	135	147	181	223
其他流动负债	136	198	208	209	222	所得税	14	20	21	26	32
非流动负债	12	11	11	11	11	净利润	109	115	126	155	190
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	12	11	11	11	11	归属母公司净利润	109	115	126	155	190
负债合计	513	551	752	877	1,183	EBITDA	164	184	188	235	295
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.52	0.56	0.69	0.85
股本	223	223	223	223	223						
资本公积	684	682	682	682	682						
留存收益	527	583	633	695	771						
归属母公司股东权益	1,408	1,459	1,515	1,602	1,728						
负债和股东权益	1,921	2,010	2,267	2,479	2,910						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	192	120	137	183	232
净利润	109	115	126	155	190
折旧摊销	31	35	34	46	60
财务费用	-10	-12	-12	-15	-19
投资损失	0	-4	0	0	0
营运资金变动	87	2	0	9	10
其他经营现金流	-24	-17	-10	-10	-10
投资活动现金流	-45	98	-145	-181	-221
资本支出	106	128	156	192	232
长期投资	61	225	0	0	0
其他投资现金流	0	1	11	11	11
筹资活动现金流	-41	-129	-132	-53	-46
短期借款	28	-53	61	69	116
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	-6	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-62	-74	-193	-122	-161
现金净增加额	115	90	-140	-50	-35

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	15.06	18.89	32.37	29.57	27.72
营业利润同比增速(%)	4.08	10.24	8.91	22.88	22.89
归属于母公司净利润同比增速(%)	4.33	6.13	8.93	23.05	23.01
获利能力					
毛利率(%)	43.11	44.55	44.79	45.54	45.71
净利率(%)	8.20	7.32	6.02	5.72	5.51
ROE(%)	7.72	7.91	8.30	9.66	11.02
ROIC(%)	7.61	8.23	7.89	8.92	9.74
偿债能力					
资产负债率(%)	26.69	27.43	33.17	35.38	40.63
净负债比率(%)	-19.29	-30.17	-24.76	-20.29	-16.80
流动比率	2.92	2.61	2.08	1.86	1.59
速动比率	2.52	1.94	1.48	1.29	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.80	0.98	1.14	1.28
应收账款周转率	18.37	21.79	24.00	24.00	24.00
应付账款周转率	4.59	4.91	4.91	4.91	4.91
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.52	0.56	0.69	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.54	0.61	0.82	1.04
每股净资产(最新摊薄)	6.31	6.53	6.79	7.18	7.74
估值比率					
P/E	23.3	22.0	20.1	16.4	13.3
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.21	8.95	9.12	7.48	6.09

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人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,以勤勉尽责的职业态度,独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时,已按要求进行相应的信息披露,在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市,风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好,行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定,行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡,行业指数落后沪深300指数

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司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,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时,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。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用,并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议,也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下,本公司仅承诺以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告以供投资者参考,但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失,本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易,也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突,勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有,本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址:北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编:100033	地址:兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编:730030 电话:0931-4635761	地址:上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编:200000	地址:深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编:518046