

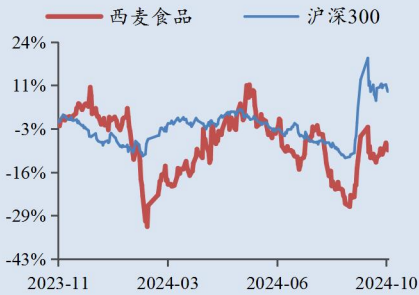
2024Q3 营收环比降速，冷食休闲燕麦增速较快

——西麦食品（002956.SZ）2024年三季度报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

最近一年走势



市场数据

2024年10月31日

当前价格（元）	12.88
52周价格区间（元）	9.12-16.56
总市值（百万元）	2,875.42
流通市值（百万元）	2,875.13
总股本（万股）	22,324.69
流通股（万股）	22,322.43
近一月换手（%）	26.29

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

相关阅读

《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》2024.09.02

事件：

2024年10月31日，公司发布2024年三季度报告。

2024Q3公司实现营业收入4.60亿元，同比增长6.47%；归母净利润0.42亿元，同比增长53.90%；扣非后归母净利润0.26亿元，同比增长1.33%。

2024Q1-Q3，公司实现营业收入14.33亿元，同比增长26.49%；归母净利润1.08亿元，同比增长17.13%；扣非后归母净利润0.89亿元，同比增长6.28%。

观点：

- **2024Q3公司营收增速环比趋缓。**2024Q3公司实现营业收入同比增长6.47%，环比2024Q2（营收增速29.89%）增速下降。分品类来看，2024Q3纯燕麦和复合燕麦实现正增长，冷食休闲燕麦同比增速超过30%，增速较快，主因公司并购的企业德赛康谷贡献一定业绩增速。2024Q1-Q3，纯燕麦、复合燕麦和冷食休闲燕麦同比均实现两位数以上增速。公司对复合燕麦产品进行产品升级，同时，开发新的复合燕麦产品，搭配各种天然健康食材，满足消费健康化的需求。大健康方面，公司产品有蛋白粉及肽饮口服液，其中蛋白粉销售体量较大。2024年8月，公司推出小分子肽类的口服液产品，红参阿胶肽饮及胶原蛋白燕窝肽饮等产品，主要在线下销售，后续将为公司收入增长带来新的空间。
- **成本上涨影响下，公司毛利率下降，非经常性损益增加和销售费用率下降带来净利率提升。**2024Q3公司毛利率/净利率分别为42.82%/9.17%，同比变化分别为-3.43pct/+2.88pct，我们认为毛利率下降主因公司主要原材料燕麦成本上行，净利率提升主因一是2024Q3公司收到1984.88万元政府补助，二是公司销售费用投放更加高效，销售费用率下降。2024Q3公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为28.96%/5.95%/-0.24%/0.48%，同比变化分别为-4.48pct/+0.73pct/+0.76pct/+0.10pct，公司销售费用率下降较多，其他各项费用支出维持稳健。
- **我们看好公司在谷物健康食品及大健康领域的发展前景。**目前我国正在步入老龄化社会，消费者对健康的需求与日俱增，公司顺应该趋势，进入大健康食品领域，燕麦基本盘持续创新，保持正增长的同时，布局蛋白粉和燕麦奶的生产和推广，为公司业绩增

长打开新的空间。

- **盈利预测及投资评级：**公司 2024Q3 营收增速快于扣非后归母净利润增速，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。结合公司披露的 2024Q3 财务报告，我们预计公司 2024/2025/2026 营业收入分别为 20.07 亿元/24.11 亿元/28.53 亿元（前值为 20.89 亿元/27.06 亿元/34.57 亿元），同比增长 27.20%/20.13%/18.30%；归母净利润分别为 1.23 亿元/1.60 亿元/1.97 亿元（前值为 1.26 亿元/1.55 亿元/1.90 亿元），同比 6.59%/30.22%/23.02%；对应 2024 年 10 月 31 日收盘价，PE 分别为 23.4X/17.9X/14.6X，参照可比公司估值，我们维持公司“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	2,007	2,411	2,853
增长率（%）	15.06	18.89	27.20	20.13	18.30
归母净利润（百万元）	109	115	123	160	197
增长率（%）	4.33	6.13	6.59	30.22	23.02
ROE（%）	7.72	7.91	8.14	9.99	11.35
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.49	0.52	0.55	0.72	0.88
市盈率（P/E）	26.4	24.9	23.4	17.9	14.6
市净率（P/B）	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：可比公司盈利预测

	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	31.92	161.84	1.93	1.58	1.93	2.25	2.63	16.6	20.2	16.6	14.2	12.1
002847.SZ	盐津铺子	50.08	136.63	1.10	1.84	2.31	2.93	3.72	45.6	27.2	21.6	17.1	13.5
002991.SZ	甘源食品	72.20	67.30	1.70	3.53	4.37	5.25	6.21	42.5	20.5	16.5	13.8	11.6
003000.SZ	劲仔食品	12.27	55.33	0.28	0.46	0.67	0.85	1.08	44.4	26.4	18.2	14.4	11.4
300783.SZ	三只松鼠	25.52	102.34	0.32	0.55	0.98	1.36	1.82	79.3	46.6	26.2	18.7	14.1
603866.SH	桃李面包	5.99	95.82	0.48	0.36	0.37	0.40	0.44	15.0	16.7	16.2	14.8	13.7
300973.SZ	立高食品	36.41	61.66	0.85	0.43	1.58	1.93	2.28	42.9	84.4	23.1	18.9	16.0
	行业平均	33.48	97.27	0.95	1.25	1.74	2.14	2.59	40.9	34.6	19.8	16.0	13.2
002956.SZ	西麦食品	12.88	28.75	0.49	0.52	0.55	0.72	0.88	26.4	24.9	23.4	17.9	14.6

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（截至 2024 年 10 月 31 日，西麦食品、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔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 3：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	1,504	1,467	1,629	营业收入	1,327	1,578	2,007	2,411	2,853
现金	412	526	502	482	513	营业成本	755	875	1,140	1,349	1,585
应收票据及应收账款	80	70	104	105	142	税金及附加	13	14	18	21	25
其他应收款	10	2	13	5	17	销售费用	394	497	632	759	897
预付账款	31	57	55	80	79	管理费用	81	93	100	125	148
存货	154	246	324	290	371	研发费用	6	7	9	10	12
其他流动资产	777	506	506	506	506	财务费用	-10	-12	-12	-17	-22
非流动资产	458	603	701	786	873	资产和信用减值损失	-1	-2	-1	-1	-1
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	461	544	627	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	196	194	195	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1,921	2,010	2,205	2,253	2,502	营业利润	123	136	145	188	232
流动负债	500	540	681	637	753	营业外收入	1	0	0	0	0
短期借款	128	75	84	44	12	营业外支出	1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	237	267	389	388	525	利润总额	123	135	144	188	231
其他流动负债	136	198	208	205	216	所得税	14	20	21	27	34
非流动负债	12	11	11	11	11	净利润	109	115	123	160	197
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	123	160	197
负债合计	513	551	692	648	764	EBITDA	164	184	183	234	286
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.52	0.55	0.72	0.88
股本	223	223	223	223	223						
资本公积	684	682	682	682	682						
留存收益	527	583	632	696	775						
归属母公司股东权益	1,408	1,459	1,513	1,605	1,737						
负债和股东权益	1,921	2,010	2,205	2,253	2,502						

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	144	187	233
净利润	109	115	123	160	197
折旧摊销	31	35	33	42	52
财务费用	-10	-12	-12	-17	-22
投资损失	0	-4	0	0	0
营运资金变动	87	2	10	12	16
其他经营现金流	-24	-17	-11	-10	-10
投资活动现金流	-45	98	-120	-116	-128
资本支出	106	128	132	127	139
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	-52	-42
短期借款	28	-53	9	-40	-32
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	-141	-12	-11
现金净增加额	115	90	-108	20	63

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	27.20	20.13	18.30
营业利润同比增速(%)	4.08	10.24	6.58	30.00	22.91
归属于母公司净利润同比增速(%)	4.33	6.13	6.59	30.22	23.02
获利能力					
毛利率(%)	43.11	44.55	43.19	44.03	44.43
净利率(%)	8.20	7.32	6.13	6.65	6.91
ROE(%)	7.72	7.91	8.14	9.99	11.35
ROIC(%)	7.61	8.23	7.94	9.90	11.37
偿债能力					
资产负债率(%)	26.69	27.43	31.39	28.77	30.55
净负债比率(%)	-19.29	-30.17	-26.90	-26.61	-28.20
流动比率	2.92	2.61	2.21	2.30	2.16
速动比率	2.52	1.94	1.57	1.63	1.49
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.80	0.95	1.08	1.20
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	0.55	0.72	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.54	0.65	0.84	1.04
每股净资产(最新摊薄)	6.31	6.53	6.78	7.19	7.78
估值比率					
P/E	26.4	24.9	23.4	17.9	14.6
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.29	10.81	11.05	8.54	6.78

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
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	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