

2023 年 04 月 27 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一季度超预期，产品渠道望加速

—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

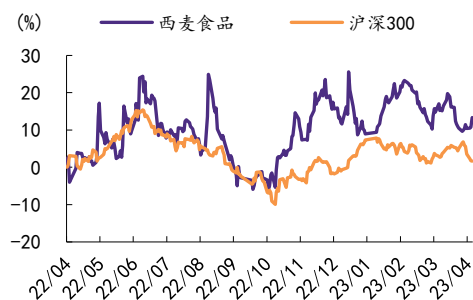
2023 年 4 月 26 日，西麦食品发布 2022 年年报和 2023 年一季度报。

基本数据

2023-04-26

当前股价（元）	14.69
总市值（亿元）	33
总股本（百万股）	223
流通股本（百万股）	222
52 周价格范围（元）	12.04-16.19
日均成交额（百万元）	47.65

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《西麦食品（002956）：业绩超预期，四季度望加速改善》2022-10-31
- 2、《西麦食品（002956）：业绩符合预期，下半年望改善》2022-08-20
- 3、《华鑫证券*公司报告*西麦食品（002956）事件点评报告：业绩符合预期，疫情后望改善*20220427*孙山山》2022-04-27

投资要点

■ 2022 年顺利收官，一季度超预期

2022 年营收 13.27 亿元（同增 15%），归母净利润 1.09 亿元（同增 4%），其中 2022Q4 营收 3.64 亿元（同增 10%），归母净利润 0.24 亿元（同增 841%）。2023Q1 营收 3.87 亿元（同增 11%），归母净利润 0.39 亿元（同增 39%）。2022 年毛利率 43.11%（同减 3.6pct），其中 2022Q4 为 42.05%（同减 4pct），2023Q1 为 42.43%（同减 2.4pct）；2022 年净利率 8.2%（同减 0.8pct），其中 2022Q4 净利率 6.70%（同增 7.7pct），2023Q1 为 10.14%（同增 2.1pct）。2022 年销售费用率为 29.7%（同减 1.9pct），其中 2022Q4 为 29%（同减 13.5pct），2023Q1 为 26.1%（同减 4.4pct）；管理费用率为 6.1%，其中 2022Q4 为 5.7%（同减 0.1pct），2023Q1 为 4.98%（同减 0.6pct）。2022 年经营活动现金流净额 1.92 亿元（同增 540%），系销售增长收到货款增加所致。

■ 燕麦优势地位凸显，全渠道持续精耕

分产品看，2022 年纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片/其他产品营收分别为 6.2/4.94/0.98/0.93 亿元，同比+8%/+34%/-27%/+51%。纯燕、有机等明星产品持续稳步增长，在燕麦+系列、麸皮等产品创新取得有效成果，持续开拓新品类，推出即食啵啵粥、藕粉、芝麻糊等新赛道产品，公司共开发、升级完成 73 个 SKU。分渠道看，2022 年直营/经销营收为 4.93/8.11/0.22 亿元，同增 40%/3.5%。线上渠道高速增长，公司在拼多多平台为冲饮麦片畅销店铺榜第一名，开设官方自播直播间进行高效转化，在抖音快手平台实现 GMV 同比增长 299%，公司产品为天猫双十一期间“冲饮麦片热卖榜 TOP1”；线下渠道持续布局，积极拥抱零食渠道，全国连锁休闲零食店大系统覆盖超过 65%。分区域看，2022 年南方大区/北方大区营收分别 7.17/5.88 亿元，同增 28%/2%。截至 2022 年底，经销商总计 1544 家。

■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 0.60/0.71/0.83 元，当前股价对应 PE 分别为 24/21/18 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	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,327	1,575	1,831	2,085
增长率（%）	15.1%	18.6%	16.3%	13.9%
归母净利润（百万元）	109	135	159	186
增长率（%）	4.3%	23.9%	17.8%	17.3%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.60	0.71	0.83
ROE（%）	7.7%	9.2%	10.3%	11.5%

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	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	1,327	1,575	1,831	2,085
现金及现金等价物	412	420	498	610	营业成本	755	880	1,019	1,155
应收款	88	95	100	103	营业税金及附加	13	14	16	17
存货	154	208	227	225	销售费用	394	466	540	613
其他流动资产	809	851	875	891	管理费用	81	94	108	121
流动资产合计	1,463	1,574	1,700	1,828	财务费用	-10	-6	-8	-11
非流动资产：					研发费用	6	6	7	8
金融类资产	752	772	787	797	费用合计	471	561	647	731
固定资产	334	358	352	336	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	77	31	12	5	公允价值变动	22	20	18	16
无形资产	28	27	25	24	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	123	153	179	209
其他非流动资产	20	20	20	20	加：营业外收入	1	0	1	2
非流动资产合计	458	435	410	385	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,921	2,009	2,110	2,213	利润总额	123	152	179	210
流动负债：					所得税费用	14	17	20	23
短期借款	128	138	146	151	净利润	109	135	159	186
应付账款、票据	237	245	255	257	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	68	68	68	68	归母净利润	109	135	159	186
流动负债合计	500	531	563	582					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	12	12	12	12	营业收入增长率	15.1%	18.6%	16.3%	13.9%
非流动负债合计	12	12	12	12	归母净利润增长率	4.3%	23.9%	17.8%	17.3%
负债合计	513	544	575	594	盈利能力				
所有者权益					毛利率	43.1%	44.1%	44.3%	44.6%
股本	223	223	223	223	四项费用/营收	35.5%	35.6%	35.4%	35.1%
股东权益	1,408	1,465	1,535	1,619	净利率	8.2%	8.6%	8.7%	8.9%
负债和所有者权益	1,921	2,009	2,110	2,213	ROE	7.7%	9.2%	10.3%	11.5%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	26.7%	27.1%	27.2%	26.9%
净利润	109	135	159	186	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
折旧摊销	30	24	25	25	应收账款周转率	15.1	16.6	18.3	20.3
公允价值变动	22	20	18	16	存货周转率	4.9	4.3	4.6	5.2
营运资金变动	32	-62	-10	8	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	192	116	192	235	EPS	0.49	0.60	0.71	0.83
投资活动现金净流量	-45	2	9	13	P/E	30.2	24.3	20.7	17.6
筹资活动现金净流量	-139	-68	-81	-97	P/S	2.5	2.1	1.8	1.6
现金流量净额	8	51	120	151	P/B	2.3	2.2	2.1	2.0

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，5 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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

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。