

2025 年 04 月 26 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

经营稳健推进，成本红利逐季释放

—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

联系人：张倩 S1050124070037

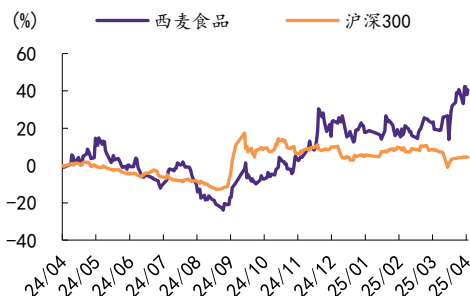
✉ zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-25

当前股价（元）	18.59
总市值（亿元）	42
总股本（百万股）	223
流通股本（百万股）	223
52 周价格范围（元）	10.27-19.23
日均成交额（百万元）	69.07

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）：燕麦龙头势能向上，内生外延再探空间》
2025-03-24
- 2、《西麦食品（002956）：推出员工持股计划，持续落实降本增效》
2025-02-19
- 3、《西麦食品（002956）：业务稳步推进，落实控费提效》 2024-10-31

2025 年 4 月 25 日，西麦食品发布 2024 年年报与 2025 年一季度报告。2024 年总营收 18.96 亿元（同增 20%），归母净利润 1.33 亿元（同增 15%），扣非净利润 1.11 亿元（同增 17%）。其中 2024Q4 总营收 4.63 亿元（同增 4%），归母净利润 0.25 亿元（同增 8%），扣非净利润 0.22 亿元（同增 97%）。2025Q1 总营收 6.56 亿元（同增 16%），归母净利润 0.55 亿元（同增 21%），扣非净利润 0.53 亿元（同增 28%）。

投资要点

■ 成本红利逐季释放，费用率大幅优化

公司 2024 年/2025Q1 毛利率分别同减 3pct/0.1pct 至 41.33%/43.65%，公司通过优化产品结构、原料锁价等方式平滑毛利率波动，目前澳麦原粮已锁价至 2025Q3，预计成本红利逐季释放，2024 年/2025Q1 销售费用率分别同减 4pct/1pct 至 27.94%/29.21%，全年控制费用投放力度平稳，管理费用率分别同比+0.2pct/-0.2pct 至 6.09%/4.27%，净利率分别同比-0.3pct/+0.3pct 至 7.02%/8.28%。

产品结构优化，关注德赛康谷产能爬坡

2024 年纯燕麦片/复合燕麦片营收分别为 7.06/8.51 亿元，分别同增 10%/29%，公司积极优化产品结构，保持纯燕麦增势的同时聚焦打造复合燕麦、燕麦+、蛋白粉等精深加工产品，其中，2024 年燕麦+系列营收超 2 亿元（同增 20%），蛋白粉营收同增 170%。2024 年冷食燕麦片营收 1.49 亿元（同增 24%），主要系德赛康谷并表贡献增量，目前河北产线进入试生产阶段，客户开发进展顺利，规模效应释放下，盈利能力有望持续提升。

新零售渠道红利释放，推动市场精耕细作

2024 年直营渠道营收 8.28 亿元（同增 31%），公司加快零食渠道 SKU 导入，2024 年零食渠道收入同增 50%；社区团购、社区便利、生鲜超市等新零售渠道 GMV 销售规模超亿元，同增 35%；电商渠道持续优化产品结构，提升渠道盈利能力。整体来看，公司充分激发各渠道潜力，充分享受渠道变革红利。2024 年经销渠道营收 10.14 亿元（同增 12%），公司持

续巩固 KA、AB 类超市优势，在流通渠道大盘下滑的情况下实现逆势增长，后续公司坚持优势市场精耕细作与弱势市场市占率提升，通过积极拓展重点城市的铺市渗透，进一步完善全国市场布局。

■ 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，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.78/1.01/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 24/18/15 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	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	1,896	2,307	2,770	3,282
增长率（%）	20.2%	21.7%	20.1%	18.5%
归母净利润（百万元）	133	175	225	277
增长率（%）	15.4%	31.3%	28.6%	23.0%
摊薄每股收益（元）	0.60	0.78	1.01	1.24
ROE（%）	8.7%	10.9%	13.2%	15.1%

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	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	1,896	2,307	2,770	3,282
现金及现金等价物	269	313	417	527	营业成本	1,112	1,314	1,564	1,842
应收款	113	139	152	162	营业税金及附加	17	21	24	26
存货	281	329	370	435	销售费用	530	646	770	909
其他流动资产	576	645	683	707	管理费用	115	138	166	197
流动资产合计	1,238	1,426	1,621	1,832	财务费用	-7	-3	-6	-9
非流动资产：					研发费用	9	12	14	16
金融类资产	480	530	550	560	费用合计	647	793	945	1,114
固定资产	514	560	555	530	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	134	54	21	9	公允价值变动	6	6	6	5
无形资产	40	38	36	34	投资收益	6	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	157	207	263	324
其他非流动资产	265	265	265	265	加：营业外收入	2	0	1	1
非流动资产合计	953	917	878	839	减：营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2,191	2,343	2,498	2,670	利润总额	157	206	263	324
流动负债：					所得税费用	24	31	38	47
短期借款	129	139	144	146	净利润	133	175	225	277
应付账款、票据	319	366	391	409	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	85	85	85	85	归母净利润	133	175	225	277
流动负债合计	635	714	770	818					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	6	6	6	6	成长性				
其他非流动负债	18	18	18	18	营业收入增长率	20.2%	21.7%	20.1%	18.5%
非流动负债合计	24	24	24	24	归母净利润增长率	15.4%	31.3%	28.6%	23.0%
负债合计	659	738	794	841	盈利能力				
所有者权益					毛利率	41.3%	43.1%	43.5%	43.9%
股本	223	223	223	223	四项费用/营收	34.1%	34.4%	34.1%	33.9%
股东权益	1,532	1,605	1,704	1,829	净利率	7.0%	7.6%	8.1%	8.4%
负债和所有者权益	2,191	2,343	2,498	2,670	ROE	8.7%	10.9%	13.2%	15.1%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	30.1%	31.5%	31.8%	31.5%
净利润	133	175	225	277	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2
折旧摊销	41	36	39	39	应收账款周转率	16.8	16.6	18.3	20.3
公允价值变动	6	6	6	5	存货周转率	4.0	4.1	4.3	4.3
营运资金变动	-11	-25	-20	-44	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	170	192	250	276	EPS	0.60	0.78	1.01	1.24
投资活动现金净流量	-376	-16	17	27	P/E	31.2	23.7	18.4	15.0
筹资活动现金净流量	251	-91	-121	-150	P/S	2.2	1.8	1.5	1.3
现金流量净额	45	85	146	153	P/B	2.7	2.6	2.5	2.3

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，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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。