

西麦食品（002956）

2024 年报及 2025 年一季报点评：持续稳健增长，2025Q1 成本红利释放

买入（维持）

2025 年 04 月 27 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,578	1,896	2,214	2,546	2,884
同比（%）	18.89	20.16	16.78	15.00	13.25
归母净利润（百万元）	115.45	133.19	180.63	229.20	276.09
同比（%）	6.08	15.36	35.62	26.89	20.46
EPS-最新摊薄（元/股）	0.52	0.60	0.81	1.03	1.24
P/E（现价&最新摊薄）	35.95	31.16	22.98	18.11	15.03

投资要点

- **事件：**2024 年公司实现营收 18.96 亿元，同比+20.2%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比+15.4%。2024Q4 公司实现营收 4.63 亿元，同比+4.0%；实现归母净利润 0.25 亿元，同比+8.2%。2025Q1 公司实现营收 6.56 亿元，同比+15.9%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比+21.2%。
- **产品结构持续升级，线下线上都实现稳健增长。**1) **产品端：**2024 年公司纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片/其他/其他业务收入分别实现营收 7.1/8.5/1.5/1.4/0.5 亿元，同比+10%/29%/24%/24%/25%。各品类都保持良好增速，复合燕麦片增速最快，体现行业结构升级的趋势。2) **渠道端：**线下/线上分别增长 14%/17%以上。线下业务中零食量贩渠道增长超过 50%，新零售渠道 GMV 销售规模超亿元，同比增长 35%。
- **2025Q1 净利率环比提升，成本红利开始释放。**1) 2024 年公司实现毛利率 41.3%，同比-3.2pct，主要系成本压力。2024 年销售/管理费用率同比-3.5/+0.2pct，销售费用率控制较好。最终实现销售净利率 7.0%，同比-0.3pct。2) 2024Q4 公司实现毛利率 37.4%，同比-8.3pct，环比-5.5pct，同比有成本压力，环比走弱主要系年末有促销活动，以及新产能投产产能利用率较低。2024Q4 销售/管理费用率同比-12.3/+1.4pct。公司销售费用季度间波动较大，但全年维度较为稳定，上半年适当多投费用，进入 Q4 有收缩。最终实现销售净利率 5.3%，同比+0.1pct。3) 2025Q1 公司实现毛利率 43.7%，同比-0.1pct，相比 2024 年+2.3pct，环比来看成本红利已经释放。同比不明显主要系 24Q1 还在使用偏低价的库存原料。2025Q1 销售/管理费用率同比-1.0/-0.2pct，费用端较为稳定。最终实现销售净利率 8.3%，同比+0.3pct，相比 2024 年+1.3pct。
- **盈利预测与投资评级：**公司综合能力优秀，股权激励目标 2025-2027 年营收复合增速为 15%，营收增速确定性较高，2025 年成本红利释放，利润弹性可期。我们上调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.8/2.3/2.8 亿元（此前 2025-2026 年盈利预测为 1.6/2.0 亿元），同比+36%/+27%/+20%，对应 PE 为 23/18/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.59
一年最低/最高价	10.09/19.88
市净率(倍)	2.64
流通 A 股市值(百万元)	4,149.74
总市值(百万元)	4,150.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.03
资产负债率(% ,LF)	23.52
总股本(百万股)	223.25
流通 A 股(百万股)	223.22

相关研究

《西麦食品(002956)：燕麦龙头新突破，内生外延布局大健康领域》

2024-10-11

西麦食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,238	1,388	1,548	1,731	营业总收入	1,896	2,214	2,546	2,884
货币资金及交易性金融资产	693	835	926	1,039	营业成本(含金融类)	1,112	1,245	1,424	1,607
经营性应收款项	174	161	184	209	税金及附加	17	20	23	26
存货	281	277	317	357	销售费用	530	618	708	799
合同资产	0	0	0	0	管理费用	115	149	158	169
其他流动资产	91	116	121	127	研发费用	9	10	10	12
非流动资产	953	948	946	936	财务费用	(7)	(1)	(3)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	33	38	43
固定资产及使用权资产	521	567	593	602	投资净收益	6	4	5	6
在建工程	134	94	66	46	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	40	40	40	40	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	16	16	16	16	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	9	9	10	营业利润	157	213	270	325
其他非流动资产	233	222	222	222	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,191	2,336	2,494	2,667	利润总额	157	213	270	325
流动负债	635	726	815	906	减:所得税	24	32	40	49
短期借款及一年内到期的非流动负债	131	131	131	131	净利润	133	181	229	276
经营性应付款项	319	380	435	491	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	102	111	127	144	归属母公司净利润	133	181	229	276
其他流动负债	83	104	121	139	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.81	1.03	1.24
非流动负债	24	24	24	24	EBIT	137	211	266	320
长期借款	6	6	6	6	EBITDA	181	266	329	390
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.33	43.80	44.07	44.27
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	7.02	8.16	9.00	9.57
其他非流动负债	14	14	14	14	收入增长率(%)	20.16	16.78	15.00	13.25
负债合计	659	750	839	929	归母净利润增长率(%)	15.36	35.62	26.89	20.46
归属母公司股东权益	1,515	1,569	1,637	1,720					
少数股东权益	17	17	18	18					
所有者权益合计	1,532	1,586	1,655	1,738					
负债和股东权益	2,191	2,336	2,494	2,667					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	170	337	309	363	每股净资产(元)	6.78	7.03	7.33	7.71
投资活动现金流	(376)	(64)	(55)	(54)	最新发行在外股份 (百万股)	223	223	223	223
筹资活动现金流	(37)	(130)	(163)	(196)	ROIC(%)	7.24	10.57	12.85	14.81
现金净增加额	(244)	143	91	113	ROE-摊薄(%)	8.79	11.51	14.00	16.05
折旧和摊销	44	54	63	70	资产负债率(%)	30.09	32.11	33.64	34.84
资本开支	(221)	(60)	(60)	(60)	P/E (现价&最新股本摊薄)	31.16	22.98	18.11	15.03
营运资本变动	3	102	20	20	P/B (现价)	2.74	2.65	2.53	2.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>