

2025年08月26日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

主业延续增势，成本红利如期释放

—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

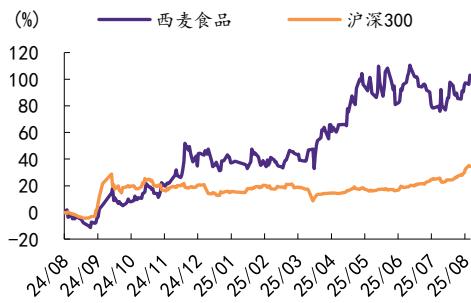
✉ zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-26

当前股价（元）	22.8
总市值（亿元）	51
总股本（百万股）	223
流通股本（百万股）	223
52周价格范围（元）	10.27-24.4
日均成交额（百万元）	94.13

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 《西麦食品（002956）：经营稳健推进，成本红利逐季释放》2025-04-27
- 《西麦食品（002956）：燕麦龙头势能向上，内生外延再探空间》2025-03-24
- 《西麦食品（002956）：推出员工持股计划，持续落实降本增效》2025-02-19

2025年8月25日，西麦食品发布2025年半年报，2025H1 总营业收入11.49亿元（同增18%），归母净利润0.81亿元（同增22%），扣非净利润0.78亿元（同增24%）。2025Q2 总营业收入4.93亿元（同增21%），归母净利润0.27亿元（同增25%），扣非净利润0.24亿元（同增17%）。

投资要点

成本红利释放，广宣费投力度加大

公司2025Q2 毛利率同增3pct至43.50%，主要系产品结构优化、澳麦原粮成本下降所致，公司基本锁定全年原料价格，预计后续毛利率持续兑现，销售费用率同增3pct至30.72%，主要系广宣力度加大所致，后续费用谨慎投放，全年费用率预计保持稳定，管理费用率同减1pct至5.74%，净利率同增0.3pct至5.54%，盈利能力稳步优化。

复合燕麦延续高增，德赛康谷盈利改善

2025H1 纯燕麦片/复合燕麦片营收分别为4.21/5.56亿元，分别同增13%/28%，纯燕凭借品牌领先优势，增速优于行业整体，复合燕麦通过推进品类创新维持增长动能，红枣燕麦、五红五黑等单品销量表现突出，同时高毛利的复合燕麦营收高增也进一步优化产品端盈利能力。2025H1 冷食燕麦片营收0.86亿元（同增27%），主要系德赛康谷贡献，2025Q2 德赛业务盈利边际改善，预计下半年销售规模逐季向上。

新零售渠道延续增势，电商渠道保持领先优势

线下渠道来看，KA等商超渠道整体仍面临流量压力，但公司产品凭借品牌效应支撑，渠道韧性较强；零食量贩渠道增速与门店开拓速度保持一致，后续通过产品调整等方式优化渠道动销；山姆渠道老品下架调整，新品预计下半年上架，关注上架后市场反馈与动销效果。线上渠道来看，保持平台领先优势，克制费用投放，后续电商承担更多新品测试功能，提高推新成功率。

盈利预测

公司持续深耕燕麦品类，成本步入下行通道，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。根据半年报，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 29/23/18 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	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
应收款项	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:									
长期借款	6	6	6	6					
其他非流动负债	18	18	18	18					
非流动负债合计	24	24	24	24					
负债合计	659	738	794	841					
所有者权益									
股本	223	223	223	223					
股东权益	1,532	1,605	1,704	1,829					
负债和所有者权益	2,191	2,343	2,498	2,670					
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	133	175	225	277					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	41	36	39	39					
公允价值变动	6	6	6	5					
营运资金变动	-11	-25	-20	-44					
经营活动现金净流量	170	192	250	276					
投资活动现金净流量	-376	-16	17	27					
筹资活动现金净流量	251	-91	-121	-150					
现金流量净额	45	85	146	153					

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	20.2%	21.7%	20.1%	18.5%
归母净利润增长率	15.4%	31.3%	28.6%	23.0%
盈利能力				
毛利率	41.3%	43.1%	43.5%	43.9%
四项费用/营收	34.1%	34.4%	34.1%	33.9%
净利率	7.0%	7.6%	8.1%	8.4%
ROE	8.7%	10.9%	13.2%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	30.1%	31.5%	31.8%	31.5%
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	16.8	16.6	18.3	20.3
存货周转率	4.0	4.1	4.3	4.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.60	0.78	1.01	1.24
P/E	38.2	29.1	22.6	18.4
P/S	2.7	2.2	1.8	1.6
P/B	3.4	3.2	3.0	2.8

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，8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年金融新锐分析师称号，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。

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、速冻品以及休闲食品。

■ 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。

■ 免责条款

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。

请阅读最后一页重要免责声明

5