



西麦食品(002956)

目标价: 26.88

昨收盘: 23.13

## 西麦食品：产品结构持续优化，Q2 业绩符合预期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	2.23/2.23
总市值/流通(亿元)	51.64/51.63
12个月内最高/最低价(元)	25.34/10.09

### 相关研究报告

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 肖依琳

电话:

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

**事件:** 公司发布 2025 年中报, 2025H1 公司实现总营收 11.5 亿元, 同比+18.1%, 实现归母净利润 0.81 亿元, 同比+22.5%, 扣非净利 0.78 亿元, 同比+24.2%。其中 2025Q2 实现总营收 4.9 亿元, 同比+21.0%, 归母净利润 0.27 亿元, 同比+25.2%, 扣非净利 0.24 亿元, 同比+17.4%。

**产品结构继续优化, 线上多渠道保持高增。**分产品来看, 2025H1 纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片/其他/其他业务分别实现收入 4.2/5.6/0.9/0.5/0.4 亿元, 分别同比+13.2%/+27.6%/+27.2%/-33.2%/+39.3%, 高毛利复合燕麦片、冷食燕麦片延续高增, 持续打开燕麦食品多食用场景, 产品结构持续升级。分渠道来看, 25H1 预计线下实现双位数增长, 其中量贩渠道增长更快, 线上预计同比增长近 40%, 抖音、拼多多、京东等线上平台保持高增。

**Q2 成本红利释放, 盈利水平延续改善。**25H1/25Q2 公司毛利率分别为 43.6%/43.5%, 分别同比+1.1%/-2.6pct, 主因燕麦粒原材料成本下降较多。费用方面, Q2 销售/管理/财务费用分别为 30.7%/5.7%/0.1%, 分别同比+2.6%/-1.0%/-0.7pct, Q2 销售费用率提升较多主因渠道费用投放季度节奏波动, 年中促销活动以及线下费用投放多集中在 Q2, 25H1 销售费用同比+0.5pct, 全年整体费用投放保持稳定。综上 Q2 净利率同比+0.3pct 至 5.5%。

**盈利预测:** 上半年公司拓品进展顺利, 包括蛋白粉、燕麦粥、酸奶谷物盖等在内的新品表现亮眼, 公司于 8 月收购大健康领域科技公司推出药食同源系列产品, 如红参肽饮、胶原蛋白饮等, 并与汉诺森合作推出汉诺森-司鲁肽燃燃燕麦等控糖减脂产品, 布局高景气度功能性食品赛道。同时, 高毛利复合燕麦片占比提升加速, 加上下半年成本红利延续, 利润弹性较大。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 23.0/27.5/32.3 亿元, 同比增长 21%/19%/18%, 实现利润 1.87/2.36/2.87 亿元, 同比增长 40%/28%/21%, 对应 PE 为 28/22/18X。我们按照 2025 年业绩给 32 倍 PE, 一年目标价为 26.88 元, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 食品安全风险; 行业竞争加剧; 原材料成本上涨风险; 新品推广不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,896	2,303	2,750	3,234
营业收入增长率(%)	20.16%	21.46%	19.40%	17.61%
归母净利 (百万元)	133	187	236	287
净利润增长率(%)	15.36%	40.04%	26.74%	21.32%
摊薄每股收益 (元)	0.60	0.84	1.06	1.28
市盈率 (PE)	27.78	27.69	21.84	18.00

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）					利润表（百万）						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	526	269	414	538	684	营业收入	1,578	1,896	2,303	2,750	3,234
应收和预付款项	127	173	197	236	278	营业成本	875	1,112	1,292	1,534	1,783
存货	246	281	328	396	456	营业税金及附加	14	17	21	25	29
其他流动资产	508	516	540	539	541	销售费用	497	530	666	797	954
流动资产合计	1,408	1,238	1,479	1,709	1,959	管理费用	93	115	122	140	158
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-12	-7	0	0	0
投资性房地产	2	1	1	1	1	资产减值损失	-1	0	0	0	0
固定资产	368	514	465	417	369	投资收益	4	6	6	7	9
在建工程	106	134	134	134	134	公允价值变动	11	6	0	0	0
无形资产开发支出	42	40	40	40	40	营业利润	136	157	221	280	339
长期待摊费用	1	8	8	8	8	其他非经营损益	-1	0	0	0	0
其他非流动资产	1,492	1,494	1,720	1,951	2,200	利润总额	135	157	221	280	339
资产总计	2,010	2,191	2,370	2,552	2,752	所得税	20	24	34	43	52
短期借款	75	129	129	129	129	净利润	115	133	187	236	287
应付和预收款项	267	319	384	453	525	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	6	6	6	6	归母股东净利润	115	133	187	236	287
其他负债	209	205	261	304	346						
负债合计	551	659	781	891	1,006	预测指标					
股本	223	223	223	223	223		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	682	675	675	675	675	毛利率	44.55%	41.33%	43.90%	44.22%	44.85%
留存收益	583	647	704	774	861	销售净利率	7.32%	7.02%	8.10%	8.60%	8.87%
归母公司股东权益	1,459	1,515	1,572	1,643	1,729	销售收入增长率	18.89%	20.16%	21.46%	19.40%	17.61%
少数股东权益	0	17	17	17	17	EBIT 增长率	19.90%	25.82%	60.72%	26.74%	21.32%
股东权益合计	1,459	1,532	1,589	1,660	1,746	净利润增长率	6.08%	15.36%	40.04%	26.74%	21.32%
负债和股东权益	2,010	2,191	2,370	2,552	2,752	ROE	7.91%	8.79%	11.87%	14.39%	16.59%
现金流量表（百万）						ROA	5.87%	6.34%	8.18%	9.61%	10.82%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	6.08%	6.94%	10.78%	13.13%	15.20%
经营性现金流	120	170	272	282	337	EPS(X)	0.52	0.60	0.84	1.06	1.28
投资性现金流	98	-376	4	7	9	PE(X)	27.56	27.78	27.69	21.84	18.00
融资性现金流	-129	-37	-131	-165	-201	PB(X)	2.19	2.46	3.29	3.14	2.99
现金增加额	90	-244	145	124	145	PS(X)	2.03	1.96	2.24	1.88	1.60
						EV/EBITDA(X)	19.02	19.83	18.18	14.53	11.92

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；  
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；  
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；  
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。