

2025年08月26日

# 规模扩张+成本下行，经营持续向好

## 西麦食品(002956)

评级:	买入	股票代码:	002956
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	24.90/9.92
目标价格:		总市值(亿)	50.90
最新收盘价:	22.80	自由流通市值(亿)	50.90
		自由流通股数(百万)	223.25

### 事件概述

25H1 公司实现营业收入 11.49 亿元，同比增长 18.07%；归母净利润 8148.71 万元，同比增长 22.46%

25Q2 公司实现营业收入 4.93 亿元，同比+21.04%；归母净利润 2695.83 万元，同比增长 25.16%

### 分析判断

#### ► 上半年业绩创新高，线上线下稳居行业第一

分产品来看，上半年纯燕麦/复合燕麦/冷食燕麦分别实现收入 4.21/5.56/0.86 亿元，分别同比+13.24%/+27.56%/+27.23%，复合燕麦受益于渠道下沉和产品创新，延续高增趋势，纯燕麦维持稳健增长。

分区域来看，南方/北方大区收入 6.83/4.27/0.40 亿元，同比+20.14%/+13.34%，南方市场增速更快，我们判断核心增量来自于公司在华东市场持续突破和扩张。

分渠道来看，公司拥有全国性的线下终端销售网络，市场响应迅速，销售规模稳居行业第一；电商渠道布局完善，主流电商平台继续保持品类 TOP1；快速拥抱新零售渠道，积极布局创新渠道，打造全渠道矩阵。

#### ► 成本红利逐步兑现，盈利能力持续提升

成本端来看，上半年公司毛利率同比提升 1.09pct 至 43.59%，Q2 毛利率同比提升 2.64pct 至 43.50%，我们判断主要受益于核心原材料成本下行。费用端来看，上半年销售费用率同比微增 0.54pct，主要系品牌推广和渠道建设费用增加；管理费用率同比下降 0.52pct，费用投放效率提升。综合来看，得益于规模提升+成本红利，公司上半年净利率同比提升 0.27pct 至 7.1%，相应的归母净利润同比提升 22.5%至 8148.71 万元。

单 Q2 来看，规模扩张和成本下行持续兑现，但品牌推广和股份支付费用增加较多，因此净利率仅同比提升 0.28pct 至 5.54%，归母净利润同比提升 25.2%。

#### ► 核心战略持续兑现，布局大健康成长可期

展望全年，下半年成本红利有望持续兑现，在复合燕麦放量+零食渠道深化+会员店拓展等推动下，有望延续稳健增长趋势。中长期来看，我们看好公司凭借品牌、渠道、供应链优势，受益于健康食品赛道红利，实现规模持续扩张。

### 投资建议

参考最新业绩报告，我们维持公司 25-27 年营业收入 23.10/27.58/32.13 亿元的预测，下调 25-27 年 EPS 0.86/1.07/1.30 元的预测至 0.81/1.03/1.25 元；对应 2025 年 8 月 26 日 22.80 元/股收盘价，PE 分别为 28/22/18 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、成本下行不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,578	1,896	2,310	2,758	3,213
YoY (%)	18.9%	20.2%	21.8%	19.4%	16.5%
归母净利润(百万元)	115	133	182	231	279
YoY (%)	6.1%	15.4%	36.4%	26.9%	20.8%

毛利率 (%)	44.5%	41.3%	42.8%	43.2%	43.7%
每股收益 (元)	0.52	0.60	0.81	1.03	1.25
ROE	7.9%	8.8%	10.7%	12.0%	12.6%
市盈率	43.85	38.00	28.01	22.07	18.27

资料来源: wind、华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 卢周伟**

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,896	2,310	2,758	3,213	净利润	133	182	231	278
YoY (%)	20.2%	21.8%	19.4%	16.5%	折旧和摊销	44	64	79	87
营业成本	1,112	1,321	1,566	1,809	营运资金变动	3	41	-7	23
营业税金及附加	17	20	25	29	经营活动现金流	170	283	296	381
销售费用	530	637	756	880	资本开支	-221	-174	-207	-190
管理费用	115	150	174	206	投资	-138	2	3	2
财务费用	-7	-7	-9	-10	投资活动现金流	-376	-174	-196	-179
研发费用	9	11	13	15	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	45	1	27	14
投资收益	6	7	9	9	筹资活动现金流	-37	-2	25	11
营业利润	157	213	270	327	现金净流量	-244	107	125	213
营业外收支	0	1	1	1	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	157	214	271	328	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	24	32	41	49	营业收入增长率	20.2%	21.8%	19.4%	16.5%
净利润	133	182	231	278	净利润增长率	15.4%	36.4%	26.9%	20.8%
归属于母公司净利润	133	182	231	279	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	15.4%	36.4%	26.9%	20.8%	毛利率	41.3%	42.8%	43.2%	43.7%
每股收益	0.60	0.81	1.03	1.25	净利率	7.0%	7.9%	8.4%	8.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	6.1%	7.2%	8.1%	8.5%
货币资金	269	376	501	714	净资产收益率 ROE	8.8%	10.7%	12.0%	12.6%
预付款项	62	80	91	108	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	281	352	406	476	流动比率	1.95	1.89	1.88	1.93
其他流动资产	627	654	688	707	速动比率	1.27	1.19	1.21	1.27
流动资产合计	1,238	1,462	1,686	2,005	现金比率	0.42	0.48	0.56	0.69
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	30.1%	31.8%	32.1%	32.3%
固定资产	514	577	656	712	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	40	47	49	53	总资产周转率	0.90	0.98	1.03	1.05
非流动资产合计	953	1,050	1,177	1,279	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,191	2,512	2,863	3,284	每股收益	0.60	0.81	1.03	1.25
短期借款	129	130	157	171	每股净资产	6.78	7.60	8.63	9.88
应付账款及票据	319	391	456	531	每股经营现金流	0.76	1.27	1.33	1.71
其他流动负债	187	254	281	335	每股股利	0.42	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	635	775	895	1,037	<b>估值分析</b>				
长期借款	6	6	6	6	PE	38.00	28.01	22.07	18.27
其他长期负债	18	18	18	18	PB	2.46	2.80	2.47	2.16
非流动负债合计	24	24	24	24					
负债合计	659	799	918	1,061					
股本	223	223	223	223					
少数股东权益	17	17	17	17					
股东权益合计	1,532	1,714	1,944	2,223					
负债和股东权益合计	2,191	2,512	2,863	3,284					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。