

西麦食品 (002956.SZ) 收入增长势能较好，产品、渠道持续开拓

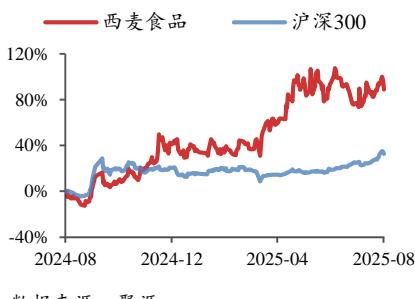
2025年08月28日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2025/8/27
当前股价(元)	21.83
一年最高最低(元)	25.34/10.09
总市值(亿元)	48.73
流通市值(亿元)	48.73
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.23
近3个月换手率(%)	138.15

股价走势图



相关研究报告

《2024年收入稳步增长，2025年利润弹性有望释放—公司信息更新报告》

-2025.4.28

《员工持股计划落地，立足中长期稳健发展—公司信息更新报告》

-2025.2.20

《春节销售预期乐观，成本改善释放利润弹性—公司信息更新报告》

-2024.12.26

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张恒玮（分析师）

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790524010001

● 燕麦基本盘增速较快，产品渠道持续开拓，维持“增持”评级

西麦食品 2025 年上半年营收 11.5 亿元，同比+18.1%，归母净利润 0.8 亿元，同比+22.5%，扣非净利润 0.8 亿元，同比+24.2%。2025Q2 营收 4.9 亿元，同比+21.0%，归母净利润 0.27 亿元，同比+25.2%，扣非净利润 0.24 亿元，同比+17.4%。收入业绩符合预期。考虑公司费用率季度间波动，我们下调 2025 年盈利预测，维持 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.7 (-0.1) 亿元、2.2 亿元、2.6 亿元，同比分别+29.5%、+28.7%、+19.0%，EPS 分别为 0.77 元、0.99 元、1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 28.2、22.0、18.4 倍，公司属于中长期稳健成长性标的，未来 2-3 年受益于燕麦主业品类扩容和原材料成本下行周期，预计收入利润将保持较好增长弹性，同时公司持续发力大健康产品，未来新品有望打开新增长曲线，维持“增持”评级。

● 复合燕麦保持高增趋势，内生外延加速发力大健康

分产品看，2025Q2 纯燕增速超 10%，保持稳定增长；复合燕麦增速超 35%，为公司核心增长引擎，后续将持续推出更多药食同源中式养生产品；冷食燕麦增速超 15%，其中德赛康谷子公司增长稳定，并且已开始盈利。此外，公司持续布局大健康板块，成立前沿生物科技公司，后续将在减肥减脂、补气养血、助睡眠等功能性食品上发力，下半年有望推出新品。

● 线上电商多平台发力，线下持续拓展新兴渠道

分渠道来看，2025Q2 线上整体增速超 40%，其中抖音增速表现亮眼，预计下半年仍将维持较快增长，京东、天猫等线上平台也均保持稳定增长。Q2 线下增速超 10%，其中传统 KA 增长偏弱，但新兴渠道保持较好增速，包括零食量贩增速、即时零售、线下团购等，山姆渠道老品目前已下架，新品预计下半年上市。

● 成本红利带动毛利率提升，销售费用率季度间波动，净利率小幅提升

2025Q2 公司毛利率同比+2.64pct 至 43.50%，主要系 2025 年原材料成本价格回落带动毛利率提升。Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比+2.57pct/-1.04pct/-0.08pct/+0.68pct，销售费用率同比增加较多，主要系公司一线团队判断市场有发展机会，在线上线下增加销售费用投放，Q2 净利率同比+0.28pct 至 5.54%。

● 风险提示：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、成本上涨风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,578	1,896	2,299	2,739	3,216
YOY(%)	18.9	20.2	21.2	19.2	17.4
归母净利润(百万元)	115	133	173	222	264
YOY(%)	6.1	15.4	29.5	28.7	19.0
毛利率(%)	44.5	41.3	42.5	42.6	42.8
净利率(%)	7.3	7.0	7.5	8.1	8.2
ROE(%)	7.9	8.7	10.7	12.6	13.5
EPS(摊薄/元)	0.52	0.60	0.77	0.99	1.18
P/E(倍)	42.2	36.6	28.2	22.0	18.4
P/B(倍)	3.3	3.2	3.1	2.8	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1408	1238	1410	1544	1741	营业收入	1578	1896	2299	2739	3216
现金	526	269	326	388	456	营业成本	875	1112	1322	1572	1839
应收票据及应收账款	70	110	138	150	182	营业税金及附加	14	17	22	25	29
其他应收款	2	2	3	3	4	营业费用	497	530	644	753	884
预付账款	57	62	83	90	113	管理费用	93	115	133	153	178
存货	246	281	346	398	473	研发费用	7	9	10	12	14
其他流动资产	506	514	514	514	514	财务费用	-12	-7	2	0	-4
非流动资产	603	953	1036	1121	1212	资产减值损失	-1	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	19	25	17	19	20
固定资产	368	514	604	693	781	公允价值变动收益	11	6	15	14	12
无形资产	42	40	42	45	48	投资净收益	4	6	2	3	4
其他非流动资产	193	399	390	384	384	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	2010	2191	2446	2665	2953	营业利润	136	157	199	258	308
流动负债	540	635	812	880	979	营业外收入	0	2	1	1	1
短期借款	75	129	129	256	158	营业外支出	1	2	1	1	1
应付票据及应付账款	267	319	489	432	620	利润总额	135	157	199	257	308
其他流动负债	198	187	194	192	201	所得税	20	24	26	35	44
非流动负债	11	24	23	22	21	净利润	115	133	173	222	264
长期借款	0	6	4	3	2	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	11	18	18	18	18	归属母公司净利润	115	133	173	222	264
负债合计	551	659	835	902	999	EBITDA	159	200	249	320	377
少数股东权益	0	17	17	17	17	EPS(元)	0.52	0.60	0.77	0.99	1.18
股本	223	223	223	223	223	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	682	675	675	675	675	成长能力					
留存收益	583	647	715	800	898	营业收入(%)	18.9	20.2	21.2	19.2	17.4
归属母公司股东权益	1459	1515	1594	1745	1936	营业利润(%)	10.2	15.8	26.7	29.2	19.7
负债和股东权益	2010	2191	2446	2665	2953	归属于母公司净利润(%)	6.1	15.4	29.5	28.7	19.0
						盈利能力					
						毛利率(%)	44.5	41.3	42.5	42.6	42.8
						净利率(%)	7.3	7.0	7.5	8.1	8.2
						ROE(%)	7.9	8.7	10.7	12.6	13.5
						ROIC(%)	6.9	8.0	10.0	11.1	12.6
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
经营活动现金流	120	170	268	133	378	资产负债率(%)	27.4	30.1	34.1	33.9	33.8
净利润	115	133	173	222	264	净负债比率(%)	-30.2	-7.7	-11.0	-6.4	-14.3
折旧摊销	35	43	48	59	66	流动比率	2.6	1.9	1.7	1.8	1.8
财务费用	-12	-7	2	0	-4	速动比率	1.9	1.3	1.1	1.1	1.1
投资损失	-4	-6	-2	-3	-4	营运能力					
营运资金变动	2	-36	62	-132	66	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
其他经营现金流	-17	44	-14	-12	-10	应收账款周转率	21.8	22.3	19.7	20.1	20.4
投资活动现金流	98	-376	-113	-127	-142	应付账款周转率	4.9	5.1	4.3	4.6	4.7
资本支出	128	222	131	144	157	每股指标(元)					
长期投资	225	-127	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.60	0.77	0.99	1.18
其他投资现金流	1	-28	18	17	16	每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.76	1.20	0.60	1.70
筹资活动现金流	-129	-37	-97	-72	-71	每股净资产(最新摊薄)	6.53	6.78	7.14	7.82	8.67
短期借款	-53	54	0	127	-99	估值比率					
长期借款	0	6	-1	-1	-1	P/E	42.2	36.6	28.2	22.0	18.4
普通股增加	0	-0	0	0	0	P/B	3.3	3.2	3.1	2.8	2.5
资本公积增加	-2	-8	0	0	0	EV/EBITDA	25.1	21.7	17.3	13.6	11.1
其他筹资现金流	-74	-89	-96	-198	29						
现金净增加额	90	-244	58	-65	166						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn