

信义山证汇通天下

证券研究报告

休闲食品

西麦食品（002956.SZ）

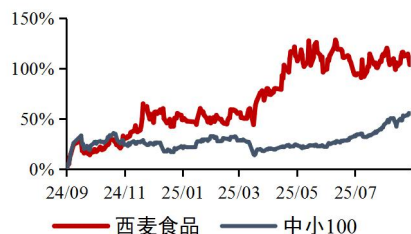
增持-A(首次)

燕麦龙头业绩高增，成本红利持续释放

2025 年 9 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 19 日

收盘价（元）：	21.39
年内最高/最低（元）：	25.34/10.64
流通 A 股/总股本（亿）：	2.23/2.23
流通 A 股市值（亿）：	47.75
总市值（亿）：	47.75

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	0.37
摊薄每股收益(元)：	0.37
每股净资产(元)：	6.83
净资产收益率(%)：	5.35

资料来源：最闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

➢ 公司 2025 年上半年实现营收 11.49 亿元，同比增长 18.1%；Q2 营收 4.93 亿元，同比增长 21.0%。公司归母净利润 0.81 亿元，同比增长 22.5%。Q2 净利润实现 0.27 亿元，同比增长 25.2%。

事件点评

➢ **复合燕麦驱动增长，品类结构优化。**复合燕麦作为核心增长引擎，H1 其营收占比达 48.4%，实现 5.56 亿元的收入，同比增长 27.6%；其毛利率达到 48.8%，同比增加 2.3 个百分点。该品类主要受益于燕麦+系列大单品的放量。同期纯燕麦片实现 4.21 亿元的收入，同比增长 13.2%。冷食燕麦片表现超预期，行业出清后进行恢复性增长，H1 其收入达到 0.86 亿元，同比增长 27.2%。

➢ **线下渠道拓展合作，新零售积极贡献。**公司在南方大区营收实现 6.83 亿元，同比增长 20.1%，北方大区营收实现 4.27 亿元，同比增长 13.3%。与永辉、沃尔玛等商超建立深度合作的同时，零食量贩渠道的助力和山姆会员店的新品入驻有效提升公司销量。

➢ **成本红利释放，毛利率改善。**公司 H1 毛利率 43.6%，同比增加 1.1 个百分点；Q2 毛利率 43.5%，同比增加 2.6 个百分点。主要源于澳洲燕麦采购成本锁价的下降，及高毛利复合燕麦占比的提升。公司 H1 净利率为 7.1%，同比增加 0.3 个百分点，政府补贴减少使 Q2 扣非净利率下滑。

投资建议

➢ 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.78/1.00/1.25，对应公司 9 月 19 日收盘价 21.39 元，2025-2027 年 PE 分别为 27.3/21.4/17.2。2025-2027 年营收分别实现 22.90 亿/27.41 亿/33.09 亿，同比增长 20.8%/19.7%/20.7%，其燕麦单品爆发式增长，成本红利释放，同时公司多方位合作渠道，进军大健康业务，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示

➢ 宏观经济恢复不及预期；远期原材料价格波动影响盈利情况；食品安全风险影响企业形象。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,578	1,896	2,290	2,741	3,309
YoY(%)	18.9	20.2	20.8	19.7	20.7
净利润(百万元)	115	133	175	223	278
YoY(%)	6.1	15.4	31.3	27.4	24.8
毛利率(%)	44.5	41.3	42.8	43.1	43.5
EPS(摊薄/元)	0.52	0.60	0.78	1.00	1.25
ROE(%)	7.9	8.7	10.8	12.6	14.1
P/E(倍)	41.4	35.9	27.3	21.4	17.2
P/B(倍)	3.3	3.2	3.0	2.7	2.4
净利率(%)	7.3	7.0	7.6	8.1	8.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1408	1238	1508	1593	1867
现金	526	269	348	340	552
应收票据及应收账款	70	110	130	150	178
预付账款	57	62	66	90	101
存货	246	281	308	394	461
其他流动资产	508	516	656	619	575
非流动资产	603	953	874	981	1123
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	368	514	623	728	847
无形资产	42	40	43	46	50
其他非流动资产	193	399	208	207	227
资产总计	2010	2191	2381	2574	2990
流动负债	540	635	754	793	1007
短期借款	75	129	108	110	106
应付票据及应付账款	267	319	443	436	614
其他流动负债	198	187	202	247	287
非流动负债	11	24	14	15	13
长期借款	0	6	4	2	0
其他非流动负债	11	18	11	13	13
负债合计	551	659	768	808	1020
少数股东权益	0	17	17	17	17
股本	223	223	223	223	223
资本公积	682	675	675	675	675
留存收益	583	647	708	781	875
归属母公司股东权益	1459	1515	1596	1748	1953
负债和股东权益	2010	2191	2381	2574	2990

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	120	170	346	177	452
净利润	115	133	175	223	278
折旧摊销	35	43	52	66	76
财务费用	-12	-7	0	3	3
投资损失	-4	-6	-2	-3	-4
营运资金变动	2	-36	130	-104	106
其他经营现金流	-17	44	-9	-7	-8
投资活动现金流	98	-376	-141	-115	-158
筹资活动现金流	-129	-37	-125	-70	-82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.60	0.78	1.00	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.76	1.55	0.79	2.03
每股净资产(最新摊薄)	6.53	6.78	7.15	7.83	8.75

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1578	1896	2290	2741	3309
营业成本	875	1112	1310	1561	1871
营业税金及附加	14	17	21	25	30
营业费用	497	530	630	740	893
管理费用	93	115	138	165	200
研发费用	7	9	10	13	13
财务费用	-12	-7	0	3	3
资产减值损失	-2	-1	-1	-2	-2
公允价值变动收益	11	6	8	8	8
投资净收益	4	6	2	3	4
营业利润	136	157	206	263	328
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	135	157	206	263	327
所得税	20	24	31	40	49
税后利润	115	133	175	223	278
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	115	133	175	223	278
EBITDA	159	200	256	328	404

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.9	20.2	20.8	19.7	20.7
营业利润(%)	10.2	15.8	30.9	27.6	24.6
归属于母公司净利润(%)	6.1	15.4	31.3	27.4	24.8
获利能力					
毛利率(%)	44.5	41.3	42.8	43.1	43.5
净利率(%)	7.3	7.0	7.6	8.1	8.4
ROE(%)	7.9	8.7	10.8	12.6	14.1
ROIC(%)	6.8	8.0	10.1	11.9	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	30.1	32.2	31.4	34.1
流动比率	2.6	1.9	2.0	2.0	1.9
速动比率	1.9	1.3	1.4	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	21.0	21.1	19.1	19.6	20.2
应付账款周转率	3.5	3.8	3.4	3.5	3.6
估值比率					
P/E	41.4	35.9	27.3	21.4	17.2
P/B	3.3	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	24.5	21.3	15.5	12.3	9.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

