

西麦食品（002956）

2025 年三季报点评：报表质量优秀，后续仍有亮点

买入（维持）

2025 年 10 月 30 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,578	1,896	2,267	2,617	2,884
同比（%）	18.89	20.16	19.58	15.42	10.19
归母净利润（百万元）	115.45	133.19	181.93	251.35	316.95
同比（%）	6.08	15.36	36.60	38.15	26.10
EPS-最新摊薄（元/股）	0.52	0.60	0.81	1.13	1.42
P/E（现价&最新摊薄）	42.15	36.54	26.75	19.36	15.36

投资要点

- **事件：**2025Q1-Q3 实现营业收入 16.96 亿元，同比+18.34%；归母净利润 1.32 亿元，同比+21.90%；扣非净利润 1.27 亿元，同比+42.65%。2025Q3 实现营业收入 5.47 亿元，同比+18.92%；归母净利润 0.51 亿元，同比+21.00%，扣非净利润 0.49 亿元；同比+86.30%。
- **收入端依旧亮眼，再次验证下游需求和公司能力在线。**我们预计 2025Q3 线上营收同比增长超过 50%，线下营收同比增长接近 10%；我们预计纯燕麦营收同比增长 15%，复合燕麦营收同比增长超过 20%。公司冲调粉粉类上新，销售反馈较好。
- **费用端控制较好，成本红利下扣非归母净利率显著提升。**2025Q3 实现毛利率 43.7%，同比+0.9pct，主要得益于成本下降；环比+0.2pct，基本稳定。2025Q3 销售/管理费用率同比-1.8/-0.9pct，费用率下降凸显公司目前费效比的提升，从绝对额来看，管理费用基本稳定，销售费用还略有增加。2025Q3 实现销售净利率 9.3%，同比+0.1pct，环比+3.8pct；实现扣非归母净利率 9.0%，同比+3.3pct，环比+4.1pct；两者的差异主要源自今年政府补助的减少，2024Q3 获得 1985 万元政府补助，2025Q3 仅有 724 万元。
- **报表亮点多多，后续弹性可期。**公司的费用投放节奏基本是上半年较多、下半年收缩，但收入端基本能保持稳定，说明销售节奏掌控得当，费用投放更加精细。我们预计公司燕麦成本还有回落空间，成本红利在 2026 年依旧可期。此外，三季报反应出费用控制能力提升，2025Q4 还可延续。
- **盈利预测：**考虑到后续成本还有望下降，费效比也在提升，我们上调公司 2026-2027 年盈利预测，基本维持 2025 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.8/2.5/3.2 亿元（此前预期为 1.8/2.3/2.8 亿元），同比+37%/+38%/+26%，对应 PE 为 27/19/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.80
一年最低/最高价	12.69/25.34
市净率(倍)	3.23
流通A股市值(百万元)	4,866.29
总市值(百万元)	4,866.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.75
资产负债率(% ,LF)	25.24
总股本(百万股)	223.25
流通A股(百万股)	223.22

相关研究

《西麦食品(002956)：2025 年中报点评：收入端略超预期，成长势能向好》

2025-08-26

《西麦食品(002956)：2024 年报及 2025 年一季报点评：持续稳健增长，2025Q1 成本红利释放》

2025-04-27

西麦食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,238	1,409	1,570	1,736	营业总收入	1,896	2,267	2,617	2,884
货币资金及交易性金融资产	693	767	863	981	营业成本(含金融类)	1,112	1,281	1,441	1,554
经营性应收款项	174	165	188	206	税金及附加	17	20	24	26
存货	281	285	320	345	销售费用	530	633	728	799
合同资产	0	0	0	0	管理费用	115	147	162	169
其他流动资产	91	193	199	204	研发费用	9	10	10	12
非流动资产	953	943	941	931	财务费用	(7)	(1)	(2)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	34	39	43
固定资产及使用权资产	521	567	593	602	投资净收益	6	5	5	6
在建工程	134	94	66	46	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	40	40	40	40	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	16	16	16	16	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	9	9	10	营业利润	157	217	299	378
其他非流动资产	233	217	217	217	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,191	2,352	2,511	2,667	利润总额	157	217	299	378
流动负债	635	742	825	886	减:所得税	24	35	48	60
短期借款及一年内到期的非流动负债	131	131	131	131	净利润	133	182	251	317
经营性应付款项	319	392	441	475	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	102	113	131	144	归属母公司净利润	133	182	251	317
其他流动负债	83	106	123	136	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.81	1.13	1.42
非流动负债	24	23	23	23	EBIT	137	215	297	374
长期借款	6	6	6	6	EBITDA	181	270	360	444
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.33	43.52	44.95	46.12
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	7.02	8.02	9.60	10.99
其他非流动负债	14	13	13	13	收入增长率(%)	20.16	19.58	15.42	10.19
负债合计	659	765	848	909	归母净利润增长率(%)	15.36	36.60	38.15	26.10
归属母公司股东权益	1,515	1,570	1,646	1,741					
少数股东权益	17	17	18	18					
所有者权益合计	1,532	1,588	1,663	1,758					
负债和股东权益	2,191	2,352	2,511	2,667					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	170	335	330	397	每股净资产(元)	6.78	7.03	7.37	7.80
投资活动现金流	(376)	(131)	(55)	(54)	最新发行在外股份 (百万股)	223	223	223	223
筹资活动现金流	(37)	(131)	(179)	(225)	ROIC(%)	7.24	10.64	14.13	16.96
现金净增加额	(244)	74	96	118	ROE-摊薄(%)	8.79	11.59	15.27	18.21
折旧和摊销	44	54	63	70	资产负债率(%)	30.09	32.51	33.76	34.08
资本开支	(221)	(60)	(60)	(60)	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.54	26.75	19.36	15.36
营运资本变动	3	106	18	13	P/B (现价)	3.21	3.10	2.96	2.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>