

西麦食品（002956.SZ）

Q3 收入韧性凸显，业绩表现好于预期

2025 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

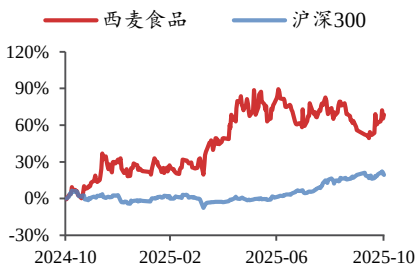
zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524010001

日期	2025/10/31
当前股价(元)	21.32
一年最高最低(元)	25.34/12.69
总市值(亿元)	47.60
流通市值(亿元)	47.59
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.23
近 3 个月换手率(%)	119.3

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《收入增长势能较好，产品、渠道持续开拓——公司信息更新报告》

-2025.8.28

《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

● 收入保持稳健增长，利润增速好于预期，维持“增持”评级

2025 年前三季度营收 17.0 亿元，同比+18.3%，归母净利润 1.3 亿元，同比+21.9%，扣非归母净利润 1.3 亿元，同比+42.7%。2025Q3 营收 5.5 亿元，同比+18.9%，归母净利润 0.5 亿元，同比+21.0%，扣非归母净利润 0.5 亿元，同比+86.3%。收入符合预期，业绩好于预期，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.7 亿元、2.3 亿元、2.8 亿元，同比分别+30.3%、+31.7%、+23.6%，EPS 分别为 0.78 元、1.02 元、1.26 元，当前股价对应 PE 分别为 26.9、20.4、16.5 倍，公司中长期成长逻辑清晰，燕麦主业结构升级保障收入增长，大健康打造第二增长曲线，成本下降提供高利润弹性，维持“增持”评级。

● Q3 收入韧性较好，品类升级和渠道开拓持续

Q3 销售淡季下，公司经营韧性凸显，通过产品结构升级和线上线下多渠道开拓实现较好收入增长。分品类，Q3 纯燕麦增长有所提速，主要系有机燕麦等高附加值产品表现较好；复合燕麦在老品升级和新品放量下，收入延续较快增速，并贡献主要增量。分渠道，Q3 线上保持高增趋势，其中抖音在控费下增速预计超 50%，京东、天猫、拼多多等线上渠道也保持较快增长；线下渠道增速相对较慢，主要是传统商超因调改导致销售有所停滞，但零食量贩、即时零售等新兴渠道保持较快增长，同时公司在山姆渠道上市三款新品，有望在后续贡献增量。

● 积极推进大健康业务落地，新产品有望即将上市

Q3 公司积极推动大健康业务发展，9 月上市药食同源养生粉系列新品，前期主要在部分线下渠道和线上销售，目前销售反馈较好，预计后续月销有望持续爬坡。此外，公司西一大健康产品也在持续推进中，有望即将上市。公司大健康产品落地速度较快，未来有望成为新增长曲线。

● 成本下降叠加费用管控优化，净利率提升

2025 年 Q3 毛利率同比+0.92pct 至 43.75%，受益于成本下降毛利率延续提升。Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-1.85pct/-0.87pct/+0.06pct/+0.33pct，销售和管理费用率下降较多，主要是公司主动进行费用控制，控费成效较好。其他收益占营收比例同比-4.2pct 至 0.2%，主要系 Q3 未发放政府补助。综合 Q3 净利率+0.14pct 至 9.31%。

● **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	2,254	2,649	3,066
YOY(%)	18.9	20.2	18.9	17.5	15.8
归母净利润(百万元)	115	133	174	229	282
YOY(%)	6.1	15.4	30.3	31.7	23.6
毛利率(%)	44.5	41.3	43.1	44.0	44.6
净利率(%)	7.3	7.0	7.7	8.6	9.2
ROE(%)	7.9	8.7	10.8	12.9	14.3
EPS(摊薄/元)	0.52	0.60	0.78	1.02	1.26
P/E(倍)	40.5	35.1	26.9	20.4	16.5
P/B(倍)	3.2	3.1	2.9	2.7	2.4

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
流动资产	1408	1238	1399	1500	1725
现金	526	269	342	375	502
应收票据及应收账款	70	110	133	145	171
其他应收款	2	2	3	3	4
预付账款	57	62	80	87	106
存货	246	281	327	376	428
其他流动资产	506	514	514	514	514
非流动资产	603	953	1023	1095	1170
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	368	514	593	670	744
无形资产	42	40	42	45	48
其他非流动资产	193	399	388	379	377
资产总计	2010	2191	2421	2595	2894
流动负债	540	635	786	803	894
短期借款	75	129	129	207	129
应付票据及应付账款	267	319	464	405	566
其他流动负债	198	187	193	191	198
非流动负债	11	24	23	22	21
长期借款	0	6	4	3	2
其他非流动负债	11	18	18	18	18
负债合计	551	659	809	825	915
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	715	803	908
归属母公司股东权益	1459	1515	1595	1753	1962
负债和股东权益	2010	2191	2421	2595	2894

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	120	170	269	138	395
净利润	115	133	174	228	282
折旧摊销	35	43	47	57	64
财务费用	-12	-7	2	-1	-6
投资损失	-4	-6	-2	-3	-4
营运资金变动	2	-36	63	-131	69
其他经营现金流	-17	44	-14	-13	-10
投资活动现金流	98	-376	-99	-112	-123
资本支出	128	222	117	129	139
长期投资	225	-127	0	0	0
其他投资现金流	1	-28	18	17	16
筹资活动现金流	-129	-37	-97	-70	-68
短期借款	-53	54	0	78	-78
长期借款	0	6	-1	-1	-1
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	-2	-8	0	0	0
其他筹资现金流	-74	-89	-96	-147	11
现金净增加额	90	-244	73	-45	204

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1578	1896	2254	2649	3066
营业成本	875	1112	1282	1483	1698
营业税金及附加	14	17	21	25	28
营业费用	497	530	653	762	879
管理费用	93	115	119	138	159
研发费用	7	9	11	12	13
财务费用	-12	-7	2	-1	-6
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	19	25	17	19	20
公允价值变动收益	11	6	15	14	12
投资净收益	4	6	2	3	4
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	136	157	201	265	330
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	200	265	329
所得税	20	24	27	36	47
净利润	115	133	174	228	282
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	115	133	174	229	282
EBITDA	159	200	249	324	393
EPS(元)	0.52	0.60	0.78	1.02	1.26

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.9	20.2	18.9	17.5	15.8
营业利润(%)	10.2	15.8	27.4	32.2	24.3
归属于母公司净利润(%)	6.1	15.4	30.3	31.7	23.6
获利能力					
毛利率(%)	44.5	41.3	43.1	44.0	44.6
净利率(%)	7.3	7.0	7.7	8.6	9.2
ROE(%)	7.9	8.7	10.8	12.9	14.3
ROIC(%)	6.9	8.0	10.0	11.6	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	30.1	33.4	31.8	31.6
净负债比率(%)	-30.2	-7.7	-12.0	-8.4	-17.9
流动比率	2.6	1.9	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.9	1.3	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	21.8	22.3	19.7	20.1	20.4
应付账款周转率	4.9	5.1	4.3	4.6	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.60	0.78	1.02	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.76	1.21	0.62	1.77
每股净资产(最新摊薄)	6.53	6.78	7.14	7.85	8.79
估值比率					
P/E	40.5	35.1	26.9	20.4	16.5
P/B	3.2	3.1	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	23.8	20.7	16.3	12.7	9.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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