

信义山证汇通天下

证券研究报告

休闲食品

西麦食品（002956.SZ）

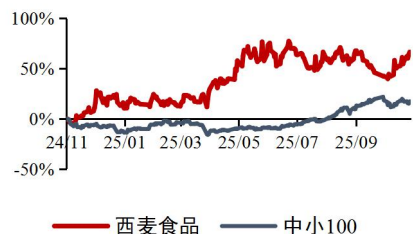
买入-A(上调)

收入利润高增长，燕麦龙头加速发力

2025 年 11 月 10 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 11 月 7 日

收盘价（元）：	22.24
年内最高/最低（元）：	25.34/12.80
流通 A 股/总股本（亿）：	2.23/2.23
流通 A 股市值（亿）：	49.65
总市值（亿）：	49.65

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益（元）：	0.59
摊薄每股收益（元）：	0.59
每股净资产（元）：	7.08
净资产收益率（%）：	8.38

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 Q3 呈现“高质量增长+费控优化”的组合，收入与利润双增，毛利率与净利率同期改善。同时，公司新品与大健康第二曲线已显露势能，收入与利润的上升空间具备延续性。

事件点评

➤ **Q3 经营业绩亮眼，利润显著增加。**公司在第三季度实现营业收入 5.47 亿元，同比+18.92%；归母净利润 5,059 万元，同比+21.00%；扣非归母净利润 4,919 万元，同比大幅增长 86.30%。前三季度累计实现营收 16.96 亿元，同比+18.34%；归母净利润 1.3208 亿元，同比+21.90%。公司三季度利润超市场预期，分产品看，主要系复合燕麦片持续高增，纯燕麦片在有机产品带动下维系销量基本盘，冷食燕麦片稳健增长。

➤ **成本红利释放同步推进费控，提升盈利能力。**前三季度毛利率同比+1.03pct 至 43.64%，源于燕麦原料采购成本下降。前三季度销售/管理费用率同比分别-0.23pct/-0.63pct 至 28.98%/4.96%，费用率有效降低，公司主动进行费用管控，三季度在 KA 调改背景下，能够继续保持品牌势能与规模效应。在未来燕麦成本红利进一步释放和公司优化费用举措背景下，公司盈利空间进一步提升。

➤ **维系稳定现金流，新品和多元渠道成为未来催化。**Q1-Q3 经营性现金流净额约 2.05 亿元，同比+57.40%，经营质量向好，具备安全垫。公司在 9 月推出粉粉类新品，专注药食同源，探索新品类机会，持续开拓第二曲线大健康业务。同时，公司继续发力抖音等线上渠道，线下零食量贩和山姆会员店继续布局带动增长。

投资建议

➤ 由于公司营收与利润空间近三年持续释放，有可观前景，预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 24.48、31.11、37.35 亿元，增速分别达到 29.1%、27.1%、20.1%，归母净利润分别为 1.85、2.49、3.10 亿元，增速分别达到 38.8%、35.0%、24.4%，PE 为 26.9/19.9/16.0 倍，因此我们将评级上调为“买入-A”。

风险提示

➤ 宏观经济恢复不及预期；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	2,448	3,111	3,735
YoY(%)	18.9	20.2	29.1	27.1	20.1
净利润(百万元)	115	133	185	250	310
YoY(%)	6.1	15.4	38.8	35.0	24.4
毛利率(%)	44.5	41.3	42.8	43.1	43.5
EPS(摊薄/元)	0.52	0.60	0.83	1.12	1.39
ROE(%)	7.9	8.7	11.4	13.8	15.2
P/E(倍)	43.0	37.3	26.9	19.9	16.0
P/B(倍)	3.4	3.3	3.1	2.8	2.5
净利率(%)	7.3	7.0	7.5	8.0	8.3

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	1539	1610	1909
现金	526	269	313	268	504
应收票据及应收账款	70	110	147	172	198
预付账款	57	62	75	102	114
存货	246	281	348	448	517
其他流动资产	508	516	656	620	576
非流动资产	603	953	923	1094	1245
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	368	514	665	827	958
无形资产	42	40	43	46	50
其他非流动资产	193	399	215	220	238
资产总计	2010	2191	2462	2704	3155
流动负债	540	635	824	886	1101
短期借款	75	129	108	110	106
应付票据及应付账款	267	319	496	502	683
其他流动负债	198	187	220	274	313
非流动负债	11	24	14	15	14
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	838	901	1115
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	712	793	898
归属母公司股东权益	1459	1515	1606	1785	2022
负债和股东权益	2010	2191	2462	2704	3155

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	362	210	495
净利润	115	133	185	249	310
折旧摊销	35	43	54	71	85
财务费用	-12	-7	1	3	4
投资损失	-4	-6	-2	-3	-4
营运资金变动	2	-36	134	-103	108
其他经营现金流	-17	44	-9	-7	-8
投资活动现金流	98	-376	-192	-185	-177
筹资活动现金流	-129	-37	-126	-71	-83
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.60	0.83	1.12	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.76	1.62	0.94	2.22
每股净资产(最新摊薄)	6.53	6.78	7.19	8.00	9.06

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1578	1896	2448	3111	3735
营业成本	875	1112	1400	1771	2111
营业税金及附加	14	17	23	28	34
营业费用	497	530	673	840	1008
管理费用	93	115	148	187	226
研发费用	7	9	11	14	15
财务费用	-12	-7	1	3	4
资产减值损失	-2	-1	-2	-2	-3
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	218	295	366
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	217	294	366
所得税	20	24	33	45	55
税后利润	115	133	185	249	310
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	115	133	185	250	310
EBITDA	159	200	270	366	451

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	29.1	27.1	20.1
营业利润(%)	10.2	15.8	38.3	35.3	24.2
归属于母公司净利润(%)	6.1	15.4	38.8	35.0	24.4
获利能力					
毛利率(%)	44.5	41.3	42.8	43.1	43.5
净利率(%)	7.3	7.0	7.5	8.0	8.3
ROE(%)	7.9	8.7	11.4	13.8	15.2
ROIC(%)	6.8	8.0	10.6	13.0	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	30.1	34.0	33.3	35.3
流动比率	2.6	1.9	1.9	1.8	1.7
速动比率	1.9	1.3	1.3	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3
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	43.0	37.3	26.9	19.9	16.0
P/B	3.4	3.3	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	25.6	22.2	15.5	11.7	9.1

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

