

## 西麦食品 (002956.SZ)

## 增长根基稳步夯实，利润弹性释放可期

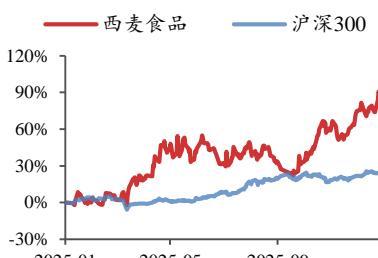
2026年01月26日

## ——公司信息更新报告

## 投资评级：增持（维持）

日期	2026/1/26
当前股价(元)	28.60
一年最高最低(元)	29.78/15.22
总市值(亿元)	63.85
流通市值(亿元)	63.84
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.23
近3个月换手率(%)	104.66

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

- 《Q3收入韧性凸显，业绩表现好于预期—公司信息更新报告》-2025.10.31
- 《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

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

## ● 增长根基稳步夯实，利润弹性释放可期，维持“增持”评级

1月公司进入春节旺季备货阶段，市场需求相对较好，为收入增长提供支撑，同时成本红利继续释放，有望驱动公司盈利弹性充分兑现。综合春节需求韧性及原料成本下降趋势，我们上调2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为1.8(+0.1)亿元、2.5(+0.2)亿元、3.0(+0.2)亿元，同比分别+31.5%、+40.6%、+21.2%，当前股价对应PE分别为36.4、25.9、21.4倍，维持“增持”评级。

## ● 燕麦主业稳扎稳打，大健康业务开辟第二增长曲线

2025年纯燕麦推出有机燕麦等高附加值产品表现较好，增长有所提速；复合燕麦在老品升级和新品放量下，增速较快并贡献主要增量，预计2026年燕麦主业将继续稳扎稳打，保障收入基本盘。同时，2025年公司积极推进大健康第二增长曲线发展，Q4推出药食同源粉，在部分区域实现较好动销和回转表现，预计2026年全国市场铺开后，有望贡献显著增量，成为重要增长极。

## ● 线上渠道高增延续，线下新兴渠道拓展较好

2025年公司线上渠道保持较强增长势能，其中抖音渠道增速较为亮眼，并且在控费提效策略推动下，渠道盈利能力在逐季改善；天猫、京东等传统电商平台亦维持稳健增速，预计2026年线上渠道仍将延续高增长态势。线下渠道保持稳步增长，传统商超因调改增速放缓，新兴渠道成为线下主要增长引擎，零食量贩持续扩充品类和门店覆盖数量，O2O增加合作平台和经销商，山姆渠道加快上新节奏，预计2026年线下渠道将继续保持稳健增长。

## ● 原材料成本延续下降，叠加费用率优化，看好2026年利润弹性

2025年受益于澳洲原材料成本下行，公司前三季度毛利率同比提升1.03pct。2026年澳洲燕麦供需格局继续改善，预计原料价格将延续下行趋势，驱动公司毛利率稳步上行，叠加公司费用管控能力持续优化，盈利弹性有望加速兑现。

## ● 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	2,704	3,197
YOY(%)	18.9	20.2	18.9	20.0	18.2
归母净利润(百万元)	115	133	175	246	298
YOY(%)	6.1	15.4	31.5	40.6	21.2
毛利率(%)	44.5	41.3	43.1	44.5	44.8
净利率(%)	7.3	7.0	7.8	9.1	9.3
ROE(%)	7.9	8.7	10.9	13.8	14.8
EPS(摊薄/元)	0.52	0.60	0.78	1.10	1.34
P/E(倍)	55.2	47.9	36.4	25.9	21.4
P/B(倍)	4.4	4.2	4.0	3.6	3.2

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
<b>流动资产</b>	1408	1238	1400	1526	1751	<b>营业收入</b>	1578	1896	2254	2704	3197
现金	526	269	344	383	491	营业成本	875	1112	1282	1500	1765
应收票据及应收账款	70	110	133	151	179	营业税金及附加	14	17	21	25	29
其他应收款	2	2	3	3	4	营业费用	497	530	652	776	914
预付账款	57	62	80	91	111	管理费用	93	115	119	141	166
存货	246	281	327	384	452	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	-1	-6
<b>非流动资产</b>	603	953	1023	1112	1208	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	593	684	777	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	388	382	384	资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2010	2191	2423	2638	2959	<b>营业利润</b>	136	157	202	286	348
<b>流动负债</b>	540	635	786	826	924	营业外收入	0	2	1	1	1
短期借款	75	129	129	220	129	营业外支出	1	2	1	1	1
应付票据及应付账款	267	319	464	415	595	<b>利润总额</b>	135	157	202	285	348
其他流动负债	198	187	193	192	200	所得税	20	24	27	39	49
<b>非流动负债</b>	11	24	23	22	21	<b>净利润</b>	115	133	175	246	298
长期借款	0	6	4	3	3	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	11	18	18	18	18	<b>归属母公司净利润</b>	115	133	175	246	298
<b>负债合计</b>	551	659	809	848	945	EBITDA	159	200	251	345	414
少数股东权益	0	17	17	17	17	EPS(元)	0.52	0.60	0.78	1.10	1.34
股本	223	223	223	223	223	<b>主要财务比率</b>	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	682	675	675	675	675	<b>成长能力</b>					
留存收益	583	647	716	811	921	营业收入(%)	18.9	20.2	18.9	20.0	18.2
<b>归属母公司股东权益</b>	1459	1515	1596	1772	1997	营业利润(%)	10.2	15.8	28.6	41.1	21.9
<b>负债和股东权益</b>	2010	2191	2423	2638	2959	归属于母公司净利润(%)	6.1	15.4	31.5	40.6	21.2
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	44.5	41.3	43.1	44.5	44.8
						净利率(%)	7.3	7.0	7.8	9.1	9.3
						ROE(%)	7.9	8.7	10.9	13.8	14.8
						ROIC(%)	6.9	8.0	10.1	12.4	13.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	27.4	30.1	33.4	32.2	31.9
						净负债比率(%)	-30.2	-7.7	-12.1	-8.1	-17.1
						流动比率	2.6	1.9	1.8	1.8	1.9
						速动比率	1.9	1.3	1.2	1.2	1.2
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.52	0.60	0.78	1.10	1.34
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.76	1.21	0.67	1.85
						每股净资产(最新摊薄)	6.53	6.78	7.15	7.94	8.95
						<b>估值比率</b>					
						P/E	55.2	47.9	36.4	25.9	21.4
						P/B	4.4	4.2	4.0	3.6	3.2
						EV/EBITDA	34.5	29.2	23.0	16.9	13.6

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