

西麦食品 (002956.SZ) 2025 年稳中有进, 2026 年乘势而上

2026 年 04 月 17 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

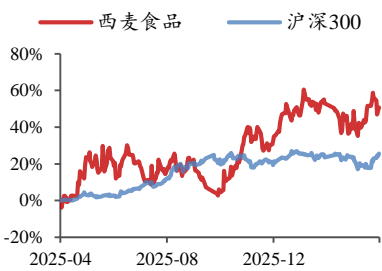
zhanghengwei@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790524010001

日期	2026/4/16
当前股价(元)	27.75
一年最高最低(元)	29.78/17.64
总市值(亿元)	61.95
流通市值(亿元)	61.94
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.23
近 3 个月换手率(%)	54.44

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《增长根基稳步夯实, 利润弹性释放可期——公司信息更新报告》-2026.1.27
 《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

● 产品渠道结构持续升级, 大健康战略打开空间, 维持“增持”评级

公司 2025 年营收 22.40 亿元, 同比+18.11%, 归母净利润 1.72 亿元, 同比+28.93%, 扣非归母净利润 1.62 亿元, 同比+46.67%。2025Q4 营收 5.44 亿元, 同比+17.40%, 归母净利润 0.40 亿元, 同比+59.61%, 扣非归母净利润 0.35 亿元, 同比+63.26%, 收入业绩符合预期。我们维持 2026-2027 年盈利预测, 并新增 2028 年盈利预测, 预计 2026-2028 年归母净利润分别为 2.4 亿元、3.0 亿元、3.6 亿元, 同比分别+40.7%、+24.7%、+19.6%, 当前股价对应 PE 分别为 25.6、20.6、17.2 倍, 短期春节销售向好叠加成本下行, 预计 2026Q1 开门红确定性较强; 中长期大健康打开第二增长曲线, 基本面向上趋势明确, 维持“增持”评级。

● 纯燕麦增长有所提速, 复合燕麦保持高增, 药食同源粉打造新增长点

2025 年纯燕麦/复合燕麦/冷食燕麦/其他分别实现营收 7.9/10.5/1.8/1.5 亿元, 同比+12.6%/+23.8%/+18.9%/+7.1%。纯燕麦增长有所提速主要系有机燕麦表现突出; 复合燕麦保持较高增速, 贡献主要增量, 2025Q4 公司推出药食同源粉新品销售表现较好, 2026 年随着全渠道逐步铺开, 将成为公司重要新增长点。

● 线下传统渠道稳健增长, 新兴渠道红利明显, 量贩、抖音等保持高增

2025 年线下同比增长近 15%, 其中传统商超优势持续巩固, 零食渠道同比增长近 50%, 会员商超实现较好增量。线上保持高质量增长, 直营渠道销售同比增长 35%, 抖音增长超 30%, 拼多多增长近 80%。即时零售渠道实现突破性增长, 2025 年 GMV 超 1.5 亿元, 同比增长 30%+。公司新兴渠道保持强劲增长动能。

● 成本下行叠加费用管控, 净利率实现较好提升

2025 年毛利率同比+0.62pct 至 41.95%, 主要系产品结构升级和燕麦原料成本持续回落。销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别-1.38pct/-0.31pct/+0.08pct, 公司费用管控能力显著提升, 费用率稳步下降。综合来看, 2025 年公司扣费净利率同比+1.41pct 至 7.24%。

● 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,896	2,240	2,680	3,138	3,611
YOY(%)	20.2	18.1	19.6	17.1	15.1
归母净利润(百万元)	133	172	242	301	361
YOY(%)	15.4	28.9	40.7	24.7	19.6
毛利率(%)	41.3	42.0	42.9	43.4	43.9
净利率(%)	7.0	7.7	9.0	9.6	10.0
ROE(%)	8.7	10.6	12.9	14.2	14.9
EPS(摊薄/元)	0.60	0.77	1.08	1.35	1.61
P/E(倍)	46.5	36.1	25.6	20.6	17.2
P/B(倍)	4.1	3.8	3.3	3.0	2.6

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1238	1253	1634	1677	2145
现金	269	203	427	456	765
应收票据及应收账款	110	131	151	172	191
其他应收款	2	3	3	4	5
预付账款	62	53	85	77	109
存货	281	274	379	378	485
其他流动资产	514	590	590	590	590
非流动资产	953	1026	1111	1194	1276
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	514	681	747	814	879
无形资产	40	58	62	67	73
其他非流动资产	399	288	302	313	324
资产总计	2191	2280	2746	2871	3422
流动负债	635	597	823	704	950
短期借款	129	94	94	94	94
应付票据及应付账款	319	313	539	418	661
其他流动负债	187	189	189	192	195
非流动负债	24	51	49	47	44
长期借款	6	12	10	8	6
其他非流动负债	18	39	39	39	39
负债合计	659	648	872	751	995
少数股东权益	17	22	23	23	24
股本	223	223	223	223	223
资本公积	675	691	691	691	691
留存收益	647	726	856	1024	1241
归属母公司股东权益	1515	1610	1851	2097	2403
负债和股东权益	2191	2280	2746	2871	3422

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	170	265	355	217	498
净利润	133	173	242	302	361
折旧摊销	43	56	61	71	79
财务费用	-7	2	-3	-10	-14
投资损失	-6	-7	-4	-5	-6
营运资金变动	-36	41	70	-134	85
其他经营现金流	44	0	-10	-8	-7
投资活动现金流	-376	-186	-130	-140	-146
资本支出	222	122	146	154	160
长期投资	-127	-100	0	0	0
其他投资现金流	-28	37	16	14	14
筹资活动现金流	-37	-114	-1	-48	-42
短期借款	54	-35	0	0	0
长期借款	6	7	-2	-2	-2
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	-8	16	0	0	0
其他筹资现金流	-89	-102	1	-46	-40
现金净增加额	-244	-35	224	29	310

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1896	2240	2680	3138	3611
营业成本	1112	1300	1531	1775	2025
营业税金及附加	17	18	24	27	32
营业费用	530	595	715	835	960
管理费用	115	129	147	169	195
研发费用	9	12	14	17	19
财务费用	-7	2	-3	-10	-14
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	25	5	16	16	15
公允价值变动收益	6	7	12	9	9
投资净收益	6	7	4	5	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	157	202	281	353	422
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	2	3	2	2	2
利润总额	157	199	280	352	420
所得税	24	26	38	50	59
净利润	133	173	242	302	361
少数股东损益	-0	1	0	1	1
归属母公司净利润	133	172	242	301	361
EBITDA	200	255	341	419	490
EPS(元)	0.60	0.77	1.08	1.35	1.61

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	20.2	18.1	19.6	17.1	15.1
营业利润(%)	15.8	28.0	39.5	25.5	19.5
归属于母公司净利润(%)	15.4	28.9	40.7	24.7	19.6
获利能力					
毛利率(%)	41.3	42.0	42.9	43.4	43.9
净利率(%)	7.0	7.7	9.0	9.6	10.0
ROE(%)	8.7	10.6	12.9	14.2	14.9
ROIC(%)	8.0	9.9	12.1	13.3	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	30.1	28.4	31.8	26.2	29.1
净负债比率(%)	-7.7	-3.4	-15.1	-14.8	-25.8
流动比率	1.9	2.1	2.0	2.4	2.3
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	22.3	19.6	20.0	20.4	20.8
应付账款周转率	5.1	5.2	4.7	4.9	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.77	1.08	1.35	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.19	1.59	0.97	2.23
每股净资产(最新摊薄)	6.78				
估值比率					
P/E	46.5	36.1	25.6	20.6	17.2
P/B	4.1	3.8	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	28.3	22.2	16.0	12.9	10.4

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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