

002956.SZ

买入

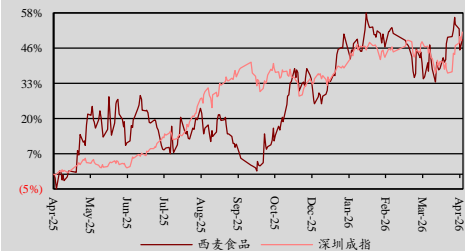
原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.75

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 西麦食品公告 2025 年年报, 公司经营质量持续提升, 2025 年顺利收官。

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	4.0	6.0	2.9	46.1
相对深圳成指	(2.9)	2.5	(0.7)	(5.3)

发行股数 (百万)	223.25
流通股 (百万)	223.22
总市值 (人民币 百万)	6,195.10
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	57.88
主要股东	
桂林西麦阳光投资有限公司	21.17%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券

以 2026 年 4 月 16 日收市价为标准

相关研究报告

《食品饮料行业 2026 年度策略》20260215

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 休闲食品

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

西麦食品

产品品类持续创新, 渠道多点开花, 2025 年顺利收官

西麦食品公告 2025 年年报。2025 年公司实现营收 22.4 亿元, 同比+18.1%, 归母净利 1.7 亿元, 同比+28.9%, 扣非归母净利 1.6 亿元, 同比+46.7%。4Q25 公司营收、归母净利增速分别为 17.4%、59.6%, 公司整体业绩表现亮眼, 2025 年顺利收官, 我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司深耕大健康赛道, 产品品类持续创新, 消费场景延展, 推动 2025 年业绩实现较快增长。公司产品主要分为纯燕麦、复合燕麦、冷食燕麦及其他类产品, 2025 年营收占比分别为 35.5%、47.0%、7.9%、6.5%。分具体产品来看, (1) 纯燕麦、复合燕麦为公司基本盘, 2025 年分别实现营收 7.9 亿元 (+12.6%)、10.5 亿元 (+23.8%), 其中复合燕麦片营收增速领先其他系列产品。复合燕麦片细分产品包含牛奶燕麦、中老年燕麦、谷物粉等等, 根据公司公告, 其中牛奶燕麦 2025 年销售超过 2.5 亿元。受益复合燕麦在品类上的持续扩容及消费场景延展, 上市以来实现较快增长 (19 至 25 年 CAGR 为 20.8%), 现已发展成为公司第一大品类。2025 年公司纯燕麦片收入同比提速, 主要得益于张北有机燕麦基地在产能上的带动, 以及有机高蛋白燕麦片产品进入山姆渠道且反馈积极, 2025 年有机燕麦产品合计实现约 1.5 亿元销售额, 为纯燕麦系列产品贡献增量。(2) 2025 年冷食燕麦营收 1.8 亿元, 同比+18.9%, 营收占比 7.9%。2025 年冷食燕麦毛利率同比下降 2.2pct 至 34.6%, 我们判断与德赛康谷销售结构以及乳制品行业整体承压有关。(3) 2025 年其他产品营收 1.5 亿元, 同比+7.1%。根据公司投资者交流, 4Q25 公司推出轻滋补粉类产品, 考虑到新品在渠道复用、品牌赋能及药食同源大健康赛道上共同发力, 我们预计 2026 年其他类产品营收规模受益粉剂类新品增量贡献, 营收提速。

- 渠道全域深耕, 新品迭代下, 线上、线下及新零售渠道共振, 多点开花。2025 年公司直营渠道营收 10.6 亿元, 同比+28.6%; 经销渠道营收 11.1 亿元, 同比+9.1%, 收入占比 49.4%, 同比下滑 4.1pct。近两年, 因外部行业环境变化, 传统商超渠道客流量大幅下滑, 但新零售、零食量贩、兴趣电商等渠道快速崛起。公司顺应消费趋势, 积极布局创新渠道, 以弥补传统渠道销量下滑的损失。根据公司年报, 2025 年公司线下业务同比增长近 15%, 其中零食量贩渠道受益新品迭代, 表现亮眼, 销售同比增长近 50%。2025 年线上直营渠道销售同比增长 35%, 其中抖音平台、拼多多平台保持高增, 收入占比持续扩大。即时零售渠道 2025 年 GMV 销售规模超 1.5 亿元, 同比增长超过 30%。

- 成本红利释放及费用控制效果显著, 利润端表现亮眼, 经营质量稳步提升。2025 年公司毛利率为 42.0%, 同比+0.6pct。受益原材料成本红利释放及产品结构优化, 公司毛利率同比小幅提升。2025 年公司期间费用率为 32.9%, 同比-1.2pct, 其中 4Q25 期间费用率同比降 3.7pct 至 28.2%。分具体细项来看, 公司费用控制效果显著, 2025 年销售费用率为 26.6%, 同比-1.4pct (4Q25 同比-5.0pct), 管理费用率及研发费用率同比基本持平。税金及附加比率为 0.8%, 同比基本持平。综上, 2025 年公司归母净利率为 7.7%, 同比+0.6pct, 盈利能力同比改善。

估值

- 公司作为国内燕麦行业龙头, 近两年围绕大健康赛道在产品品类上持续创新, 构建了“基本盘+增长盘+新曲线”的产品增长体系。同时对渠道进行多元化布局, 新型渠道表现亮眼, 贡献增量。在渠道复用、场景延伸、品类突破的营销策略下, 近两年公司营收实现较快增长。考虑到公司对原材料提前锁价, 成本红利仍在, 且费效比持续优化, 结合公司 2025 年业绩, 26、27 年维持此前盈利预测, 我们预计公司 26 至 28 年归母净利分别为 2.2、2.7、3.2 亿元, 同比增速分别为 +28.5%、+23.8%、+15.7%, 当前市值对应 PE 分别为 28.1X、22.7X、19.6X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动, 新品表现不及预期, 食品安全风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	1,896	2,240	2,677	3,137	3,606
增长率(%)	20.2	18.1	19.6	17.1	15.0
EBITDA(人民币 百万)	156	243	282	354	405
归母净利润(人民币 百万)	133	172	221	273	316
增长率(%)	15.4	28.9	28.5	23.8	15.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.60	0.77	0.99	1.22	1.42
市盈率(倍)	46.5	36.1	28.1	22.7	19.6
市净率(倍)	4.1	3.8	3.7	3.5	3.3
EV/EBITDA(倍)	18.6	22.4	18.1	14.1	11.7
每股股息 (人民币)	0.4	0.5	0.7	0.8	1.0
股息率(%)	2.5	1.9	2.5	3.0	3.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年年报业绩概览

(人民币, 百万元)	4Q24	4Q25	同比 (%)	FY2024	FY2025	同比 (%)
营业收入	463	544	17.4	1,896	2,240	18.1
营业成本	290	344	18.7	1,112	1,300	16.9
毛利率(%)	37.4	36.7	(0.7)	41.3	42.0	0.6
毛利	173	199	15.3	784	940	19.9
税金及附加	5	6	17.1	17	18	8.5
销售费用	111	103	(7.0)	530	595	12.3
管理费用	35	45	28.3	115	129	12.1
研发费用	3	4	76.4	9	12	35.1
财务费用	-1	0	(116.6)	(7)	2	(121.9)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	4	1	(81.6)	6	7	6.6
投资收益	2	3	48.2	6	7	12.1
营业利润	27	45	64.9	157	202	28.0
营业利润率(%)	5.9	8.3	2.4	8.3	9.0	0.7
营业外收入	0	0	(34.1)	2	0	(74.1)
营业外支出	1	2	89.2	2	3	85.0
利润总额	27	43	63.4	157	199	26.2
所得税	2	3	57.3	24	26	6.7
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	8	8	(0.4)	16	13	(2.7)
少数股东权益	0	1	(314.9)	(0)	1	(2,366.6)
归属于母公司净利润	25	40	59.6	133	172	28.9
归母净利率(%)	5.4	7.3	1.9	7.0	7.7	0.6
EPS (元/股)	0.11	0.18	59.6	0.60	0.77	28.9

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,896	2,240	2,677	3,137	3,606
营业收入	1,896	2,240	2,677	3,137	3,606
营业成本	1,112	1,300	1,501	1,746	1,993
营业税金及附加	17	18	24	28	32
销售费用	530	595	752	866	1,002
管理费用	115	129	163	188	216
研发费用	9	12	13	15	16
财务费用	(7)	2	(3)	(6)	(9)
其他收益	25	5	23	18	15
资产减值损失	0	0	0	(1)	(1)
信用减值损失	(1)	(1)	0	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	7	0	0	0
投资收益	6	7	6	5	3
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	157	202	255	323	373
营业外收入	2	0	1	1	0
营业外支出	2	3	2	1	1
利润总额	157	199	254	322	372
所得税	24	26	33	49	56
净利润	133	173	221	273	316
少数股东损益	0	1	0	0	0
归母净利润	133	172	221	273	316
EBITDA	156	243	282	354	405
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.60	0.77	0.99	1.22	1.42

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,238	1,253	1,557	1,616	2,044
货币资金	269	203	375	542	809
应收账款	103	126	115	168	155
应收票据	8	5	9	5	11
存货	281	274	418	357	506
预付账款	62	53	105	69	119
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	516	593	534	475	444
非流动资产	953	1,026	987	925	867
长期投资	194	224	224	224	224
固定资产	514	681	630	579	529
无形资产	40	58	55	53	50
其他长期资产	205	64	78	69	64
资产合计	2,191	2,280	2,543	2,541	2,911
流动负债	635	597	820	726	1,007
短期借款	129	94	2	0	0
应付账款	254	247	336	323	397
其他流动负债	252	255	481	403	611
非流动负债	24	51	27	33	30
长期借款	6	12	0	0	0
其他长期负债	18	39	27	33	30
负债合计	659	648	847	759	1,038
股本	223	223	223	223	223
少数股东权益	17	22	22	22	22
归属母公司股东权益	1,515	1,610	1,674	1,760	1,851
负债和股东权益合计	2,191	2,280	2,543	2,541	2,911

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	133	173	221	273	316
折旧摊销	44	58	59	60	59
营运资金变动	(59)	(8)	124	(29)	88
其他	52	43	(16)	(8)	(13)
经营活动现金流	170	265	388	296	450
资本支出	(222)	(122)	(14)	0	1
投资变动	(112)	(79)	50	50	30
其他	(42)	16	6	5	3
投资活动现金流	(376)	(186)	41	54	33
银行借款	60	(28)	(104)	(2)	0
股权融资	(110)	(85)	(156)	(188)	(225)
其他	13	(1)	3	6	9
筹资活动现金流	(37)	(114)	(257)	(184)	(216)
净现金流	(244)	(35)	172	167	267

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	20.2	18.1	19.6	17.1	15.0
营业利润增长率(%)	15.8	28.0	26.4	26.7	15.5
归属于母公司净利润增长率(%)	15.4	28.9	28.5	23.8	15.7
息税前利润增长率(%)	24.1	64.7	21.1	31.9	17.5
息税折旧前利润增长率(%)	24.1	55.6	16.2	25.7	14.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	15.4	28.9	28.5	23.8	15.7
获利能力					
息税前利润率(%)	5.9	8.2	8.3	9.4	9.6
营业利润率(%)	8.3	9.0	9.5	10.3	10.3
毛利率(%)	41.3	42.0	43.9	44.3	44.7
归母净利润率(%)	7.0	7.7	8.2	8.7	8.8
ROE(%)	8.8	10.7	13.2	15.5	17.1
ROIC(%)	13.3	20.1	31.9	42.9	68.0
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
流动比率	1.9	2.1	1.9	2.2	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	22.3	19.6	22.2	22.2	22.4
应付账款周转率	8.8	8.9	9.2	9.5	10.0
费用率					
销售费用率(%)	27.9	26.6	28.1	27.6	27.8
管理费用率(%)	6.1	5.8	6.1	6.0	6.0
研发费用率(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
财务费用率(%)	(0.4)	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	1.2	1.7	1.3	2.0
每股净资产(最新摊薄)	6.8	7.2	7.5	7.9	8.3
每股股息	0.4	0.5	0.7	0.8	1.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	46.5	36.1	28.1	22.7	19.6
P/B(最新摊薄)	4.1	3.8	3.7	3.5	3.3
EV/EBITDA	18.6	22.4	18.1	14.1	11.7
价格/现金流(倍)	36.4	23.4	16.0	20.9	13.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371