

西麦食品 (002956.SZ)

优于大市

2025 年收入保持较快增速，盈利能力延续提升

核心观点

公司公布 2025 年年度业绩:2025 年实现营业总收入 22.4 亿元,同比+18.1%;实现归母净利润 1.7 亿元,同比+28.9%;实现扣非归母净利润 1.6 亿元,同比+46.7%。2025Q4 实现营业总收入 5.4 亿元,同比+17.4%;实现归母净利润 0.4 亿元,同比+59.6%;实现扣非归母净利润 0.4 亿元,同比+63.3%。

线上线下渠道协同发力,新兴渠道贡献显著增量,高附加值产品增速亮眼。分产品看,2025 年公司纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片/其他产品分别实现营收 7.9/10.5/1.8/1.5 亿元,同比+12.6%/+23.8%/+18.9%/+7.1%。高附加值复合燕麦片增速领衔,带动产品结构优化。明星单品保持较快增长,燕麦+系列销售超过 3 亿元,牛奶燕麦系列销售超过 2.5 亿元,纯燕麦系列中有机燕麦片接近 1.5 亿。分渠道看,线下渠道同比增长近 15%,较 2025 年上半年有所提速,主要系下半年量贩零食、山姆会员店等新兴渠道取得突破;线上直销渠道收入同比增长 35%,维持高速增长。

燕麦原料成本下行叠加有效的费用控制,盈利水平继续提升。2025 年毛利率率同比+0.6pp,受益于原料成本下行、产品结构优化。精细化运营成效显著,主要费率下降,销售/管理费用率分别同比-1.4/-0.3pp。归母净利率/扣非归母净利率同比+0.6/+1.4pp,扣非归母净利率提升幅度高于归母净利率,主要系政府补助等非经常性损益同比减少,公司主营业务盈利能力实质有较大增强。2025 年四季度毛利率同比-0.7pp、销售费用率同比-0.5pp,主因针对年货节进行买赠促销,并进行冲抵收入的会计处理。

维持 70%现金分红比例。2025 年公司派发现金股利 1.2 亿元,分红比例 70%,与 2024 年持平。此外,公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

盈利预测与投资观点:公司产品适应健康化消费趋势,传统燕麦谷物凭借持续产品升级有望保持较快增长,同时公司 2025 年末发力药食同源粉类系列新品,上市后市场反馈良好,2026 年进入重点推广阶段,预计有较好的增量贡献。2026 年预计燕麦原料成本仍有下行,将进一步增厚利润。根据 2025 年度财报数据并考虑到公司买赠促销力度小幅提升,我们小幅调整

2026-2027 年盈利预测,并新增 2028 年盈利预测:预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 27.1/32.0/37.0 亿元(2026-2027 年前预测值 27.6/32.5 亿元),同比+20.9%/+18.3%/+15.7%;实现归母净利润 2.5/3.0/3.6 亿元

(2026-2027 年前预测值 2.6/3.1 亿元),同比+42.7%/+21.4%/+22.5%;EPS 分别为 1.10/1.33/1.63 元;当前股价对应 PE 分别为 25/21/17 倍,维持“优于大市”评级。

风险提示:宏观经济增长受到外部环境的负面影响;公司新品推广速度不及预期;行业竞争加剧;原料、辅料成本大幅上涨;食品安全风险。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,896	2,240	2,707	3,203	3,704
(+/-%)	20.2%	18.1%	20.9%	18.3%	15.7%
归母净利润(百万元)	133	172	245	297	364
(+/-%)	15.4%	28.9%	42.7%	21.4%	22.5%
每股收益(元)	0.60	0.77	1.10	1.33	1.63
EBIT Margin	5.9%	8.3%	9.9%	10.1%	10.8%
净资产收益率(ROE)	8.8%	10.7%	13.8%	15.2%	16.9%
市盈率(PE)	46.0	35.6	25.0	20.6	16.8
EV/EBITDA	44.1	28.4	20.3	17.4	14.7
市净率(PB)	4.04	3.80	3.44	3.13	2.84

资料来源: iFind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

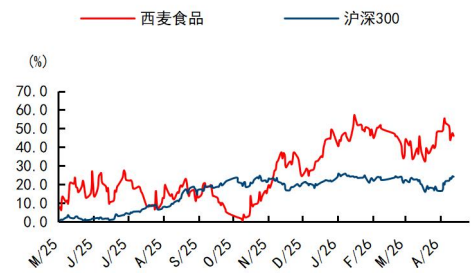
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.47 元
总市值/流通市值	6133/6132 百万元
52 周最高价/最低价	29.78/17.64 元
近 3 个月日均成交额	58.25 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

西麦食品公布 2025 年年度业绩：2025 年实现营业总收入 22.4 亿元，同比+18.1%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比+28.9%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+46.7%。2025Q4 实现营业总收入 5.4 亿元，同比+17.4%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比+59.6%；实现扣非归母净利润 0.4 亿元，同比+63.3%。

线上线下渠道协同发力，新兴渠道贡献显著增量，高附加值产品增速亮眼。分产品看，2025 年公司纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片/其他产品分别实现营收 7.9/10.5/1.8/1.5 亿元，同比+12.6%/+23.8%/+18.9%/+7.1%。高附加值复合燕麦片增速领衔，带动产品结构优化。明星单品保持较快增长，燕麦+系列销售超过 3 亿元，牛奶燕麦系列销售超过 2.5 亿元，纯燕麦系列中有机燕麦片接近 1.5 亿。分渠道看，线下渠道同比增长近 15%，较 2025 年上半年有所提速，主要系下半年量贩零食、山姆会员店等新兴渠道取得突破；线上直销渠道收入同比增长 35%，维持高速增长。

燕麦原料成本下行叠加有效的费用控制，盈利水平继续提升。2025 年毛利率同比+0.6pp，受益于原料成本下行、产品结构优化。精细化运营成效显著，主要费率下降，销售/管理费用率分别同比-1.4/-0.3pp。归母净利率/扣非归母净利率同比+0.6/+1.4pp，扣非归母净利率提升幅度高于归母净利率，主要系政府补助等非经常性损益同比减少，公司主营业务盈利能力实质有较大增强。2025 年四季度毛利率同比-0.7pp、销售费用率同比-0.5pp，主因针对年货节进行买赠促销，并进行冲抵收入的会计处理。

维持 70%现金分红比例。2025 年公司派发现金股利 1.2 亿元，分红比例 70%，与 2024 年持平。此外，公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

盈利预测与投资观点：公司产品适应健康化消费趋势，传统燕麦谷物凭借持续产品升级有望保持较快增长，同时公司 2025 年末发力药食同源粉类系列新品，上市后市场反馈良好，2026 年进入重点推广阶段，预计有较好的增量贡献。2026 年预计燕麦原料成本仍有下行，将进一步增厚利润。根据 2025 年度财报数据并考虑到公司买赠促销力度小幅提升，我们小幅调整 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 27.1/32.0/37.0 亿元（2026-2027 年前预测值 27.6/32.5 亿元），同比+20.9%/+18.3%/+15.7%；实现归母净利润 2.5/3.0/3.6 亿元（2026-2027 年前预测值 2.6/3.1 亿元），同比+42.7%/+21.4%/+22.5%；EPS 分别为 1.10/1.33/1.63 元；当前股价对应 PE 分别为 25/21/17 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；公司新品推广速度不及预期；行业竞争加剧；原料、辅料成本大幅上涨；食品安全风险。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,760	3,248	-	2,707	3,203	3,704	-53	-45	-
收入同比增速%	22.1%	17.7%	-	20.9%	18.3%	15.7%	-1.2%	0.6%	-
毛利率%	44.9%	45.3%	-	43.3%	43.4%	43.9%	-1.7%	-1.9%	-
销售费用率%	28.0%	28.0%	-	26.5%	26.5%	26.4%	-1.5%	-1.5%	-
归母净利率%	9.3%	9.6%	-	9.1%	9.3%	9.8%	-0.2%	-0.4%	-
归母净利润（百万元）	255	313	-	245	297	364	-10	-16	-
归母净利润同比增速%	44.2%	22.5%	-	42.7%	21.4%	22.5%	-1.5%	-1.1%	-

EPS (元) 1.14 1.40 - 1.10 1.33 1.63 -0.05 -0.07 -

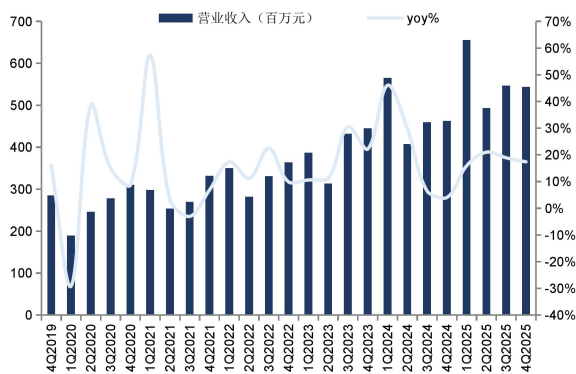
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2026年4月16日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
002956.SZ	西麦食品	35.6	27.42	1.10	1.33	25.0	20.6	61	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	20.1	55.09	3.22	3.92	17.1	14.0	150	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	28.6	22.13	1.27	1.47	17.4	15.1	112	优于大市
003000.SZ	劲仔食品	18.7	10.34	0.61	0.73	16.8	14.2	47	优于大市
9985.HK	卫龙美味	14.3	8.17	0.68	0.79	11.9	10.4	199	优于大市

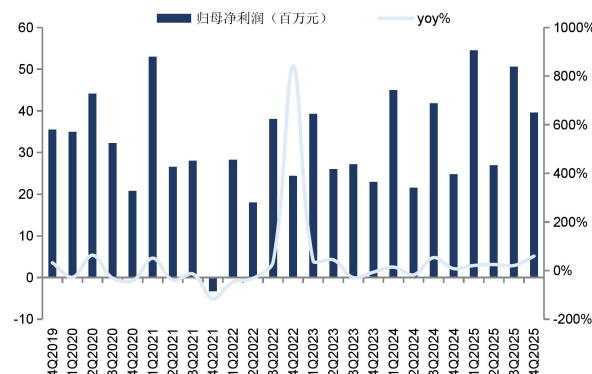
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



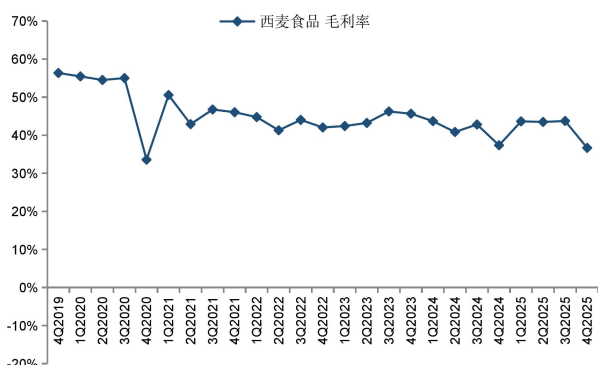
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



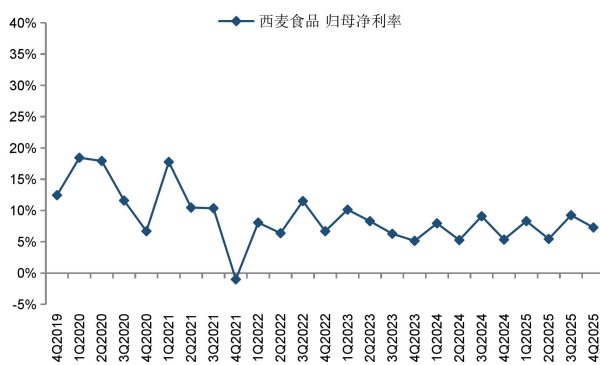
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	269	203	293	389	514	营业收入	1896	2240	2707	3203	3704
应收款项	113	134	162	191	221	营业成本	1112	1300	1536	1813	2079
存货净额	281	274	324	382	438	营业税金及附加	17	18	22	26	30
其他流动资产	97	84	102	119	137	销售费用	530	595	717	849	978
流动资产合计	1238	1253	1439	1640	1869	管理费用	115	129	154	178	202
固定资产	648	686	712	736	754	研发费用	9	12	14	16	19
无形资产及其他	40	58	58	58	58	财务费用	(7)	2	(1)	(2)	(4)
投资性房地产	265	283	342	398	453	投资收益	6	7	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	2191	2280	2551	2832	3134	其他收入	22	(1)	1	0	(1)
短期借款及交易性金融负债	129	94	96	98	98	营业利润	157	202	287	346	424
应付款项	331	328	388	455	519	营业外净收支	(0)	(3)	(2)	0	0
其他流动负债	175	175	205	239	271	利润总额	157	199	285	346	424
流动负债合计	635	597	689	792	888	所得税费用	24	26	38	47	57
长期借款及应付债券	6	12	12	10	8	少数股东损益	(0)	1	1	2	2
其他长期负债	18	39	46	54	61	归属于母公司净利润	133	172	245	297	364
非流动负债合计	24	51	58	64	69	现金流量表 (百万元)					
负债合计	659	648	747	856	957	净利润	133	172	245	297	364
少数股东权益	17	22	23	23	24	资产减值准备	(1)	0	3	0	0
股东权益	1515	1610	1781	1953	2152	折旧摊销	41	54	72	78	84
负债和股东权益总计	2191	2280	2551	2832	3134	公允价值变动损失	0	0	(6)	(6)	(6)
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	2	(1)	(2)	(4)
每股收益	0.60	0.77	1.10	1.33	1.63	营运资本变动	(229)	(3)	2	4	(0)
每股红利	0.42	0.54	0.77	0.93	1.14	其它	225	42	(3)	(1)	(2)
每股净资产	6.78	7.21	7.98	8.75	9.64	经营活动现金流	170	265	314	372	441
ROIC	9.24%	13.64%	19%	23%	26%	资本开支	(222)	(122)	(102)	(102)	(102)
ROE	8.79%	10.67%	14%	15%	17%	其它投资现金流	(155)	(63)	(0)	0	0
毛利率	41%	42%	43%	43%	44%	投资活动现金流	(376)	(186)	(102)	(102)	(102)
EBIT Margin	6%	8%	10%	10%	11%	权益性融资	(0)	4	0	0	0
EBITDA Margin	8%	11%	13%	13%	13%	长期贷款增加	6	7	0	(2)	(2)
收入增长	20%	18%	21%	18%	16%	支付股利、利息	(70)	(95)	(121)	(173)	(209)
净利润增长率	15%	29%	43%	21%	23%	其它融资现金流	27	(30)	(32)	(32)	(32)
资产负债率	31%	29%	30%	31%	31%	融资活动现金流	(37)	(114)	(153)	(207)	(244)
股息率	1.5%	2.0%	2.8%	3.4%	4.2%	现金净变动	(244)	(35)	58	64	95
P/E	46.0	35.6	25.0	20.6	16.8	货币资金的期初余额	455	211	176	234	298
P/B	4.0	3.8	3.4	3.1	2.8	货币资金的期末余额	211	176	234	298	393
EV/EBITDA	44.1	28.4	20.3	17.4	14.7	企业自由现金流	(314)	89	203	259	327
						权益自由现金流	(309)	96	206	261	328

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032