

食品饮料

报告日期：2026年04月20日

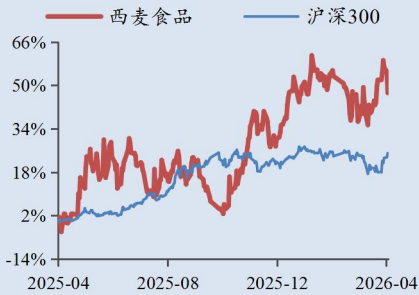
## 毛利率和净利率提升，燕麦主业与大健康产业协同发展

### ——西麦食品（002956.SZ）2025 年报业绩点评报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2026年04月16日

当前价格（元）	27.75
52周价格区间（元）	17.64-29.78
总市值（百万元）	6,195.10
流通市值（百万元）	6,194.47
总股本（万股）	22,324.69
流通股（万股）	22,322.43
近一月换手（%）	23.48

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

#### 相关阅读

《2024Q3 营收环比降速，冷食休闲燕麦增速较快——西麦食品（002956.SZ）2024年三季报点评报告》2024.11.04

#### 事件：

公司发布 2025 年报。2025 年公司实现营业收入 22.40 亿元，同比增长 18.11%；归母净利润 1.72 亿元，同比增长 28.93%；扣非后归母净利润 1.62 亿元，同比增长 46.67%。

2025Q4，公司实现营业收入 5.44 亿元，同比增长 17.40%；归母净利润 0.40 亿元，同比增长 59.61%；扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比增长 63.26%。

#### 观点：

➤ **公司业绩实现亮眼增长，复合燕麦片增速较快。**2025 年公司实现营业收入约 22.4 亿元，同比增长 18.11%，扣非后归母净利润 1.62 亿元，同比增长 46.67%。分产品来看，纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片/其他/其他业务收入分别实现收入 7.95 亿元/10.53 亿元/1.77 亿元/1.46 亿元/0.69 亿元，同比增长 12.57%/23.76%/18.93%/7.14%/26.87%，公司复合燕麦片增速快于冷食燕麦片和纯燕麦片；分地区来看，南方大区/北方大区/其他业务收入分别实现营收 13.79 亿元/7.92 亿元/0.69 亿元，同比提升 23.86%/8.67%/26.87%；分销售模式来看，直营/经销/其他业务收入分别实现营收 10.65 亿元/11.06 亿元/0.69 亿元，同比增长 28.61%/9.07%/26.87%。

➤ **公司经营质效稳步提升，盈利能力增强。**2025 年公司毛利率为 41.95%，同比提升 0.62pct；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 26.56%/5.78%/0.07%，同比变化分别为 -1.38pct/-0.31pct/+0.46pct，销售费用率和管理费用率呈下降态势；净利率为 7.71%，同比提升 0.69pct，毛利率和净利率呈稳健上升态势。

➤ **公司构建燕麦谷物生态圈，开拓大健康赛道，拓展完善产业布局。**公司构建“基本盘+增长盘+新曲线”产品增长体系，纯燕麦片作为基本盘筑牢产业发展根基；复合燕麦片成类创新规模效应逐步释放，巩固公司在燕麦谷物领域的领先地位。同时，公司围绕大健康产业核心方向，积极拓展品类边界、整合产业资源，稳步开拓大健康赛道，实现燕麦主业与大健康产业协同发展。重点布局蛋白粉、肽饮等高附加值大健康品类，高钙益生菌蛋白粉、胶原蛋白肽蛋白粉、红参肽饮等产品持续发力，蛋白粉品类实现高速增长。形成“内生培育+外延合作”的大健康产业发展格局，为

公司增长注入全新动能。公司推出药食同源燕麦片+粉系列产品，进一步推动燕麦产品从传统早餐饮品向功能化、场景化健康产品延伸。

- **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 27.07 亿元/32.00 亿元/36.96 亿元(2026 年前值为 28.53 亿元)，同比增长 20.88%/18.20%/15.51%；归母净利润分别为 2.34 亿元/2.95 亿元/3.48 亿元（2026 年前值为 1.97 亿元），同比增长 36.30%/25.92%/17.95%，对应 2026 年 4 月 16 日收盘价，PE 分别为 26.5x/21.0x/17.8x，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；消费复苏不及预期；成本上行；新品推广不及预期风险；市场竞争加剧的风险；第三方数据统计偏差风险。
- **盈利预测简表**

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,896	2,240	2,707	3,200	3,696
增长率（%）	20.16	18.11	20.88	18.20	15.51
归母净利润（百万元）	133	172	234	295	348
增长率（%）	15.36	28.93	36.30	25.92	17.95
ROE（%）	8.69	10.59	13.48	15.81	17.00
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.60	0.77	1.05	1.32	1.56
市盈率（P/E）	32.2	47.1	26.5	21.0	17.8
市净率（P/B）	2.5	4.0	3.6	3.3	3.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1,238	1,253	1,457	1,542	1,739	<b>营业收入</b>	1,896	2,240	2,707	3,200	3,696
现金	269	203	245	290	335	营业成本	1,112	1,300	1,557	1,828	2,108
应收票据及应收账款	110	131	142	191	188	税金及附加	17	18	22	26	30
其他应收款	2	3	3	4	5	销售费用	530	595	707	826	946
预付账款	62	53	86	78	112	管理费用	115	129	156	185	214
存货	281	274	390	389	510	研发费用	9	12	15	17	20
其他流动资产	514	590	590	590	590	财务费用	-7	2	-5	-5	-7
<b>非流动资产</b>	953	1,026	1,119	1,212	1,300	资产和信用减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	25	5	5	6	6
固定资产	514	681	754	830	900	公允价值变动收益	6	7	7	7	7
无形资产	40	58	62	67	73	投资净收益	6	7	7	7	7
其他非流动资产	399	288	303	315	327	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2,191	2,280	2,577	2,755	3,039	<b>营业利润</b>	157	202	273	343	404
<b>流动负债</b>	635	597	781	833	938	营业外收入	2	0	1	1	0
短期借款	129	94	120	207	122	营业外支出	2	3	3	3	3
应付票据及应付账款	319	313	471	433	619	<b>利润总额</b>	157	199	271	341	402
其他流动负债	187	189	190	193	196	所得税	24	26	35	44	52
<b>非流动负债</b>	24	51	49	47	45	<b>净利润</b>	133	173	235	296	350
长期借款	6	12	10	8	6	少数股东损益	-0	1	1	2	2
其他非流动负债	18	39	39	39	39	<b>归属母公司净利润</b>	133	172	234	295	348
<b>负债合计</b>	659	648	830	879	982	EBITDA	209	259	340	423	493
少数股东权益	17	22	24	25	27	EPS (元)	0.60	0.77	1.05	1.32	1.56
股本	223	223	313	313	313						
资本公积	675	691	601	601	601						
留存收益	647	726	796	885	990						
归属母公司股东权益	1,515	1,610	1,723	1,850	2,029						
<b>负债和股东权益</b>	2,191	2,280	2,577	2,755	3,039						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	170	265	277	273	447
净利润	133	173	235	296	350
折旧摊销	43	56	61	72	80
财务费用	-7	2	-5	-5	-7
投资损失	-6	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	-36	41	-2	-77	37
其他经营现金流	44	0	-6	-6	-6
<b>投资活动现金流</b>	-376	-186	-141	-151	-154
资本支出	222	122	155	165	168
长期投资	-127	-100	0	0	0
其他投资现金流	-28	37	14	14	14
<b>筹资活动现金流</b>	-37	-114	-119	-165	-163
短期借款	54	-35	26	88	-85
长期借款	6	7	-2	-2	-2
普通股增加	-0	0	89	0	0
资本公积增加	-8	16	-89	0	0
其他筹资现金流	-89	-102	-143	-250	-76
<b>现金净增加额</b>	-244	-35	17	-43	130

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入同比增速(%)	20.16	18.11	20.88	18.20	15.51
营业利润同比增速(%)	15.75	27.98	35.38	25.69	17.88
归属于母公司净利润同比增速(%)	15.36	28.93	36.30	25.92	17.95
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.33	41.95	42.47	42.88	42.96
净利率(%)	7.02	7.71	8.70	9.27	9.46
ROE(%)	8.69	10.59	13.48	15.81	17.00
ROIC(%)	8.47	10.00	12.80	14.51	16.34
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.09	28.41	32.20	31.92	32.32
净负债比率(%)	-7.69	-3.39	-4.37	-1.90	-8.14
流动比率	1.95	2.10	1.87	1.85	1.85
速动比率	1.27	1.37	1.12	1.16	1.08
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.90	1.00	1.11	1.20	1.28
应收账款周转率	22.28	19.56	20.92	20.24	20.58
应付账款周转率	5.15	5.18	5.17	5.17	5.17
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.77	1.05	1.32	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.19	1.24	1.22	2.00
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.21	7.72	8.29	9.09
<b>估值比率</b>					
P/E	32.2	47.1	26.5	21.0	17.8
P/B	2.5	4.0	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	38.90	31.55	23.94	19.33	16.33

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046