

西麦食品(002956)

报告日期: 2026年05月06日

26Q1 利润超预期，成长逻辑清晰

——西麦食品 2025 年年报及 2026 年一季报业绩点评报告

投资要点

- 2025 年公司实现收入 22.4 亿元，同比+18.11%，实现归母净利润 1.72 亿元，同比+28.93%，扣非归母净利润 1.62 亿元，同比+46.67%；26Q1 公司营收/归母净利润/扣非净利润 8.2 亿元/1.0 亿元/1.0 亿元，同比+25.6%/+85.9%/+82.3%，利润超预期。
- 分产品：纯燕麦片为基本盘、复合燕麦片实现高速增长。**纯燕/复合燕麦/冷食燕麦/其他收入分别为 7.95/10.5/1.77/1.46 亿元，同比增长分别为 12.6%/23.8%/18.9%/7.1%。其中，燕麦+系列持续高速增长，销售超过 3 亿元，牛奶燕麦系列超过 2.5 亿元，纯燕麦中有机燕麦表现突出，销售规模近 1.5 亿元。大健康业务推出药食同源燕麦片+粉系列产品，进一步打开增长曲线。
- 分渠道：零食渠道高增长、线上渠道费用优化利润改善。**①线下业务同比增长近 15%，零食渠道同比增长+50%；②线上直营渠道同比+35%，抖音平台销售增长超 30%，pdd 同比+80%；③即时零售渠道 GMV 超 1.5 亿元，同比+30%；④B2B 与 OEM 销售规模均超亿元，保持高速增长。
- 原料价格下行叠加规模效应，毛净利率均实现提升
- 1) 毛利率：2025 年实现 41.95% (同比+0.6pct)，26Q1 实现 44.1% (同比+0.4pct)，主要系成本端原材料价格下行；
- 2) 费用率：2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动-1.38/-0.31/+0.07/+0.46pct；26Q1 销售/管理/财务费用率分别为 24.9%/4.1%/0.1%，同比-4.3/-0.2/+0.1pct，销售费用率下滑主要得益于费用管控持续优化&规模效应；
- 3) 净利率：2025 年实现 7.71% (同比+0.69pct)，26Q1 实现 12.4% (同比+4.1pct)，盈利能力持续提升。
- 我们认为，西麦食品作为我们持续推荐的零食标的，身处大健康高景气度赛道，当前正处于品类扩张和渠道红利期，我们预期 26 年传统主业维持高增长并享受成本下行红利，中期大健康产品作为第二增长曲线潜力较大，成长路径清晰。**
- 维持“买入”评级**
预计公司 26-28 年实现收入分别为 27/32/38 亿元，同比增长分别为 21%/19%/19%；预计实现归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，同比分别 56%/24%/19%。预计 26-28 年 EPS 分别为 1.2/1.49/1.78 元，对应 PE 分别为 27/22/18 倍。
- 风险提示：原材料价格波动、渠道拓展不及预期、新品拓展不及预期等。**

投资评级：买入(维持)

分析师：张潇倩
执业证书号：S1230526010001
zhangxiaolian01@stocke.com.cn

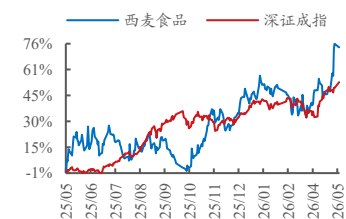
分析师：杜宛泽
执业证书号：S1230521070001
duwanze@stocke.com.cn

研究助理：隋牧舍
suimuhan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 32.72
总市值(百万元)	7,304.64
总股本(百万股)	223.25

股票走势图



相关报告

1 《深耕燕麦全链，引领食养新风》 2025.12.29

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2239.55	2712.78	3226.20	3826.74
(+/-) (%)	18.11%	21.13%	18.93%	18.61%
归母净利润	171.71	268.03	332.96	397.08
(+/-) (%)	28.93%	56.09%	24.22%	19.26%
每股收益(元)	0.77	1.20	1.49	1.78
P/E	42.54	27.25	21.94	18.40

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,253	1,659	1,931	2,326
现金	203	509	667	934
交易性金融资产	482	452	453	462
应收账款	131	151	198	234
其它应收款	3	3	4	5
预付账款	53	82	90	103
存货	274	377	426	493
其他	107	85	94	95
非流动资产	1,026	1,041	1,181	1,271
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	681	752	844	926
无形资产	58	65	72	81
在建工程	5	8	11	12
其他	283	215	255	251
资产总计	2,280	2,700	3,112	3,596
流动负债	597	733	807	889
短期借款	94	99	108	100
应付款项	313	422	482	557
预收账款	0	0	0	0
其他	189	212	217	231
非流动负债	51	35	39	42
长期借款	12	12	12	12
其他	39	23	27	29
负债合计	648	768	846	931
少数股东权益	22	24	26	28
归属母公司股东权	1,610	1,907	2,240	2,637
负债和股东权益	2,280	2,700	3,112	3,596

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,240	2,713	3,226	3,827
营业成本	1,300	1,520	1,796	2,124
营业税金及附加	18	27	32	38
营业费用	595	705	842	987
管理费用	129	149	171	203
研发费用	12	11	10	19
财务费用	2	1	(2)	(5)
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动损益	7	6	10	5
投资净收益	7	6	6	6
其他经营收益	5	8	8	7
营业利润	202	319	400	477
营业外收支	(3)	(2)	(2)	(2)
利润总额	199	317	399	476
所得税	26	48	64	76
净利润	173	270	335	399
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	172	268	333	397
EBITDA	257	368	454	537
EPS (最新摊薄)	0.77	1.20	1.49	1.78

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	18.11%	21.13%	18.93%	18.61%
营业利润	27.98%	58.17%	25.58%	19.18%
归属母公司净利润	28.93%	56.09%	24.22%	19.26%
获利能力				
毛利率	41.95%	43.97%	44.33%	44.50%
净利率	7.71%	9.94%	10.38%	10.44%
ROE	10.85%	15.05%	15.87%	16.10%
ROIC	10.15%	13.35%	14.06%	14.32%
偿债能力				
资产负债率	28.41%	28.47%	27.19%	25.89%
净负债比率	17.19%	14.86%	14.54%	12.48%
流动比率	2.10	2.26	2.39	2.62
速动比率	1.64	1.75	1.87	2.06
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.09	1.11	1.14
应收账款周转率	19.56	20.48	20.65	20.16
应付账款周转率	5.18	5.40	5.20	5.28
每股指标(元)				
每股收益	0.77	1.20	1.49	1.78
每股经营现金	1.19	1.55	1.39	1.95
每股净资产	7.21	8.54	10.03	11.81
估值比率				
P/E	42.54	27.25	21.94	18.40
P/B	4.54	3.83	3.26	2.77
EV/EBITDA	22.25	17.63	13.95	11.28

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	265	347	310	435
净利润	173	270	335	399
折旧摊销	56	50	58	67
财务费用	2	1	(2)	(5)
投资损失	(7)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	7	78	18	48
其它	34	(46)	(94)	(69)
投资活动现金流	(186)	(73)	(163)	(166)
资本支出	(38)	(121)	(148)	(147)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(149)	49	(15)	(20)
筹资活动现金流	(114)	32	11	(2)
短期借款	(35)	5	8	(7)
长期借款	7	0	0	0
其他	(86)	26	3	5
现金净增加额	(35)	306	158	267

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>