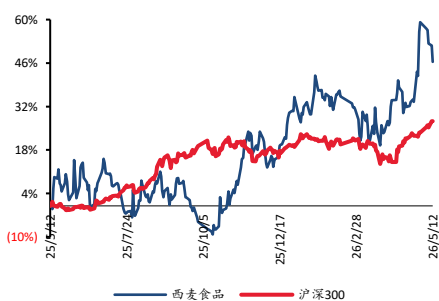


西麦食品：新品带动 Q1 业绩超预期，盈利能力持续提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	2.23/2.23
总市值/流通(亿元)	68.09/68.08
12个月内最高/最低价(元)	34.93/18.62

相关研究报告

<<西麦食品：产品结构持续优化，Q2 业绩符合预期>>--2025-08-27

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190526030002

事件：公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年公司实现总营收 22.40 亿元，同比+18.11%，实现归母净利润 1.72 亿元，同比+28.93%，扣非净利 1.62 亿元，同比+46.67%。其中 2025Q4 实现总营收 5.44 亿元，同比+17.4%，归母净利润 0.40 亿元，同比+59.61%，扣非净利 0.35 亿元，同比+63.26%。2026 年一季度公司实现总营收 8.24 亿元，同比+25.65%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比+85.86%，扣非净利 0.97 亿元，同比+82.30%。业绩表现亮眼，超出市场预期。

产品结构继续优化，大健康新品放量显著。分产品来看，2025 年纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片分别实现收入 7.95/10.53/1.77 亿元，分别同比+12.57%/+23.76%/+18.93%。高毛利的复合燕麦片延续高速增长，产品结构持续升级。**分渠道来看**，线下业务同比增长近 15%，其中量贩零食渠道表现亮眼，全年销售额近 1.1 亿元，同比增长近 50%。线上直营渠道销售同比增长 35%，抖音、拼多多等平台保持高增，其中抖音销售额同比增长超 30%，拼多多 GSV（商品交易总额）首次破亿，同比增长近 80%。B2B 和 OEM 业务销售规模均超亿元，维持较高增速。26Q1 公司持续加大新品开发与渠道布局，深耕山姆等渠道，积极投放新品；布局高景气大健康赛道，推出“药食同源”养生粉系列，推动业绩超预期增长。

成本红利叠加费用优化，26Q1 净利率创近五年新高。25 年公司毛利率为 41.95%，同比+0.62pct，26Q1 进一步提升至 44.08%。主要受益于产品结构优化及原材料成本下降。公司提前锁定了 2026 年大部分燕麦用量，成本红利持续体现。费用方面，2025 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 26.56%/5.78%/0.07%/0.54%，同比 -1.38pct/-0.31pct/+0.46pct/+0.07pct。其中 Q4 销售费用率大幅下降主要系公司对部分买赠促销活动进行会计口径调整，冲抵了部分收入。26Q1 销售费用率进一步下降至 24.9%，带动净利率提升至 12.38%，同比+4.10pct，控费提效能力优秀，盈利能力显著增强。

盈利预测：展望 2026 年，公司布局大健康赛道成果逐渐显现，25 年推出的药食同源粉系列产品市场反馈良好，有望打造成为公司第二增长曲线。同时，高毛利复合燕麦片占比持续提升，叠加 26 年燕麦原粮采购成本下降，公司利润弹性有望进一步释放。此外，公司在新兴渠道如山姆会员店的合作逐步深化，未来有望贡献增量。我们预计公司 2026-2028 年实现收入 27.4/32.4/37.6 亿元，同比增长 22%/19%/16%，实现归母净利润 2.6/3.1/3.7 亿元，同比增长 50%/21%/19%，对应 PE 为 26X/22X/18X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；新品推广不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,240	2,737	3,244	3,764
营业收入增长率(%)	18.11%	22.22%	18.51%	16.03%
归母净利润（百万元）	172	258	312	371
净利润增长率(%)	28.93%	50.17%	21.01%	18.85%
摊薄每股收益（元）	0.77	1.16	1.40	1.66
市盈率（PE）	39.65	26.41	21.82	18.36

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	269	203	221	130	87
应收和预付款项	173	184	231	275	317
存货	281	274	370	429	495
其他流动资产	516	593	491	497	500
流动资产合计	1,238	1,253	1,314	1,330	1,398
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	1	0	0	0	0
固定资产	514	681	782	878	955
在建工程	134	5	5	5	5
无形资产开发支出	40	58	69	81	93
长期待摊费用	8	10	13	17	20
其他非流动资产	1,494	1,526	1,657	1,743	1,874
资产总计	2,191	2,280	2,527	2,724	2,946
短期借款	129	94	86	79	67
应付和预收款项	319	313	418	488	561
长期借款	6	12	18	24	30
其他负债	205	228	295	328	369
负债合计	659	648	817	918	1,027
股本	223	223	223	223	223
资本公积	675	691	691	691	691
留存收益	647	726	802	896	1,007
归母公司股东权益	1,515	1,610	1,687	1,780	1,891
少数股东权益	17	22	24	26	28
股东权益合计	1,532	1,632	1,710	1,806	1,919
负债和股东权益	2,191	2,280	2,527	2,724	2,946

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	170	265	365	407	493
投资性现金流	-376	-186	-159	-275	-267
融资性现金流	-37	-114	-187	-223	-270
现金增加额	-244	-35	18	-91	-43

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,896	2,240	2,737	3,244	3,764
营业成本	1,112	1,300	1,566	1,863	2,159
营业税金及附加	17	18	27	32	38
销售费用	530	595	698	819	945
管理费用	115	129	151	172	198
财务费用	-7	2	2	2	2
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	6	7	7	9	10
公允价值变动	6	7	0	0	0
营业利润	157	202	302	365	434
其他非经营损益	0	-3	0	0	0
利润总额	157	199	302	365	434
所得税	24	26	42	51	61
净利润	133	173	259	314	373
少数股东损益	0	1	2	2	2
归母股东净利润	133	172	258	312	371

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	41.33%	41.95%	42.79%	42.55%	42.64%
销售净利率	7.02%	7.67%	9.42%	9.62%	9.85%
销售收入增长率	20.16%	18.11%	22.22%	18.51%	16.03%
EBIT 增长率	25.82%	37.82%	60.54%	20.77%	18.95%
净利润增长率	15.36%	28.93%	50.17%	21.01%	18.85%
ROE	8.79%	10.67%	15.29%	17.53%	19.61%
ROA	6.34%	7.73%	10.79%	11.96%	13.16%
ROIC	6.94%	9.42%	14.33%	16.45%	18.54%
EPS (X)	0.60	0.77	1.16	1.40	1.66
PE (X)	51.12	39.65	26.41	21.82	18.36
PB (X)	4.50	4.23	4.04	3.83	3.60
PS (X)	3.59	3.04	2.49	2.10	1.81
EV/EBITDA (X)	19.83	25.02	17.18	14.46	12.24

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。