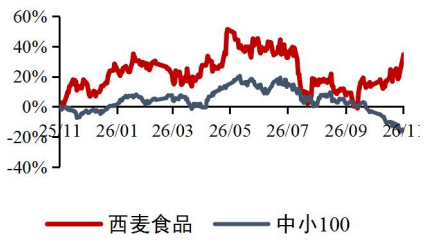
休闲食品　西麦食品（002956.SZ）　买入-A(维持)

收入加速，高效控费，利润空间持续释放

2026 年 11 月 10 日　公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 11 月 10 日

收盘价（元/股）：	19.94
年内最高/最低（元/股）：	34.93/15.06
流通 A 股/总股本（亿股）：	3.13/3.13
流通 A 股市值（亿元）：	62.41
总市值（亿元）：	62.41

基础数据：2026 年 9 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	0.73
摊薄每股收益(元/股)：	0.73
每股净资产(元/股)：	5.59
净资产收益率(%)：	13.05

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

➢ 2026 年第三季度，西麦食品实现营业收入 6.62 亿元，同比增长 20.99%；归母净利润 0.78 亿元，同比增长 54.94%；扣非归母净利润 0.77 亿元，同比增长 56.18%。前三季度营业收入 20.64 亿元，同比增长 21.70%；归母净利润 2.27 亿元，同比增长 71.56%。

事件点评

➢ **品类升级叠加渠道拓展，收入保持快速增长。**公司 Q3 收入同比增长 20.99%，归母净利润同比增长 54.94%，利润增速快于收入增速。纯燕麦品类增长提速，有机系列及食养粉放量，公司品类具备结构性优势。公司已将有机燕麦从山姆向线上线下其他渠道复制推广；张北基地当前产能利用率接近饱和，正规划以设备投入为主的扩产，为后续增长提供供给支撑。

➢ **销售费用率明显下降，费用效率改善推动利润释放。**前三季度综合毛利率 43.89%，同比提升 0.25 个百分点；销售费用率 25.22%，同比下降 3.76 个百分点；管理费用率 5.06%，同比提升 0.11 个百分点。归母净利率 10.98%，同比提升 3.19 个百分点。业绩增长系销售增长及费用、成本控制共同推动，线上控费主要集中于抖音，Q3 电商渠道利润率已达到年初目标。

➢ **经营现金流改善，库存下降但应收有所增加。**前三季度经营现金流净额 3.05 亿元，同比增长 48.68%；9 月末存货 2.15 亿元，较年初下降 21.51%，存货占用有所减轻。应收账款 1.72 亿元，较年初增长 36.59%。公司现金流改善，我们持续关注旺季备货情况。

投资建议

➢ 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.91/1.12/1.32，对应公司 11 月 10 日收盘价 19.94 元，2026-2028E 年 PE 分别为 21.8/17.8/15.2，我们看好公司在有机燕麦和粉粉类的布局，以及高效的费控能力，维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 原材料成本反弹风险；费用投放及新品推广风险；渠道销量不及预期；回款及营运资金风险；食品安全风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,896	2,240	2,799	3,331	3,931

YoY(%)	20.2	18.1	25.0	19.0	18.0
净利润(百万元)	133	172	286	350	411
YoY(%)	15.4	28.9	66.4	22.6	17.4
毛利率(%)	41.3	42.0	46.0	46.0	46.0
EPS(摊薄/元)	0.43	0.55	0.91	1.12	1.32
ROE(%)	8.7	10.6	15.9	17.5	18.2
P/E(倍)	46.8	36.3	21.8	17.8	15.2
P/B(倍)	4.1	3.9	3.5	3.1	2.8
净利率(%)	7.0	7.7	10.2	10.5	10.5

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1238	1253	1449	1585	1908
现金	269	203	223	326	447
应收票据及应收账款	110	131	171	188	235
预付账款	62	53	91	80	122
存货	281	274	371	396	509
其他流动资产	516	593	593	594	595
非流动资产	953	1026	1147	1250	1367
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	514	681	778	863	960
无形资产	40	58	62	67	73
其他非流动资产	399	288	307	320	335
资产总计	2191	2280	2596	2835	3275
流动负债	635	597	749	783	961
短期借款	129	94	94	94	94
应付票据及应付账款	319	313	422	453	580
其他流动负债	187	189	233	235	288
非流动负债	**24**	**51**	**49**	**47**	**45**
长期借款	6	12	10	8	6
其他非流动负债	18	39	39	39	39
负债合计	659	648	798	829	1006
少数股东权益	17	22	23	24	26
股本	223	223	313	313	313
资本公积	675	691	601	601	601
留存收益	647	726	816	925	1053
归属母公司股东权益	1515	1610	1775	1982	2243
负债和股东权益	2191	2280	2596	2835	3275

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	170	265	310	404	448
净利润	133	173	287	351	413
折旧摊销	43	56	62	75	84
财务费用	-7	2	-4	-9	-11
投资损失	-6	-7	-6	-7	-7
营运资金变动	-36	41	-21	0	-23
其他经营现金流	44	0	-8	-7	-7
投资活动现金流	-376	-186	-170	-164	-187
筹资活动现金流	-37	-114	-121	-137	-141
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.55	0.91	1.12	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.85	0.99	1.29	1.43
每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.15	5.68	6.34	7.18

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1896	2240	2799	3331	3931
营业成本	1112	1300	1512	1799	2123
营业税金及附加	17	18	24	28	33
营业费用	530	595	779	914	1078
管理费用	115	129	165	196	231
研发费用	9	12	14	17	20
财务费用	-7	2	-4	-9	-11
资产减值损失	-1	-1	-2	-2	-2
公允价值变动收益	6	7	7	7	7
投资净收益	6	7	6	7	7
营业利润	157	202	335	410	481
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	2	3	2	3	3
利润总额	157	199	333	408	479
所得税	24	26	47	57	66
税后利润	133	173	287	351	413
少数股东损益	-0	1	1	1	1
归属母公司净利润	133	172	286	350	411
EBITDA	200	255	395	481	557

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	20.2	18.1	25.0	19.0	18.0
营业利润(%)	15.8	28.0	66.3	22.4	17.3
归属于母公司净利润(%)	15.4	28.9	66.4	22.6	17.4
获利能力					
毛利率(%)	41.3	42.0	46.0	46.0	46.0
净利率(%)	7.0	7.7	10.2	10.5	10.5
ROE(%)	8.7	10.6	15.9	17.5	18.2
ROIC(%)	8.0	9.8	14.9	16.4	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.1	28.4	30.7	29.3	30.7
流动比率	1.9	2.1	1.9	2.0	2.0
速动比率	1.3	1.4	1.2	1.3	1.2
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	21.1	18.6	18.6	18.6	18.6
应付账款周转率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
估值比率					
P/E	46.8	36.3	21.8	17.8	15.2
P/B	4.1	3.9	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	28.5	22.4	14.4	11.6	9.8

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

