太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2026 年 11 月 19 日

公司点评

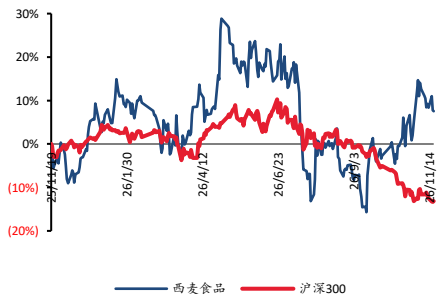
买入/维持

西麦食品(002956)

昨收盘:19.41

# 西麦食品：Q3 收入环比提速，费用精细化释放利润弹性

## 走势比较




## 股票数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(亿股) | 3.13/3.13 |
| 总市值/流通(亿元) | 60.67/60.66 |
| 12 个月内最高/最低价(元) | 34.93/15.06 |

## 相关研究报告

<<西麦食品：燕麦主业、粉类新品并进，景气度延续>>--2026-08-26

<<西麦食品：新品带动 Q1 业绩超预期，盈利能力持续提升>>--2026-05-13

<<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 2026 年三季报，2026Q1-Q3 实现营业总收入 20.64 亿元，同比+21.70%，归母净利润 2.27 亿元，同比+71.56%，扣非归母净利润 2.18 亿元，同比+71.71%。其中 2026Q3 实现营业总收入 6.62 亿元，同比+20.99%，归母净利润 0.78 亿元，同比+54.94%，扣非归母净利润 0.77 亿元，同比+56.18%。

**品类升级路径清晰，有机燕麦与食养粉接续贡献增量。**产品结构升级驱动增长，纯燕麦品类在有机系列的带动下增长提速，有机燕麦完成消费端验证后向全渠道复制推广，张北有机燕麦基地投产后原料供给约束缓解、产能利用率快速爬坡，成为该品类差异化竞争的核心抓手。复合燕麦片增速回升，牛奶燕麦完成配方升级后恢复增长，五红五黑系列保持稳健，礼盒装在高基数下仍实现快速增长。冷食燕麦整体平稳，德赛康谷经营表现向好。第二曲线方面，食养粉三季度盈利状况良好，公司于季末启动线上渠道布局，抖音直播与短视频投放力度加大，当前仍处消费者培育与渠道铺设阶段，后续推广范围扩大有望逐步放量。与盒马共创的可可蛋白奶昔等奶昔系列新品上市后反馈良好，进一步丰富功能化产品矩阵。

**渠道结构持续优化，B2B 与会员店接棒放量。**公司全渠道矩阵协同推进，结构上呈现“新渠道快于传统、低费率渠道占比抬升”的特征。线下山姆渠道在低基数下增长良好，并带动有机燕麦向其他渠道复制，传统批发渠道保持增势，商超与零食量贩渠道相对平稳。线上三季度费用投放有所增加但更强调投放效率与盈利质量，兴趣电商与即时零售延续较高景气。B2B/OEM 受益于下游渠道自有品牌发展趋势，代工业务加速放量，成为收入端的重要边际增量。

**毛利率平稳而销售费率大幅下行，毛销差走阔。**2026Q1-Q3 公司毛利率 43.89%，同比+0.25pct，其中 Q3 毛利率 43.59%，同比-0.16pct，小幅回落主要受低毛利、低费率渠道收入占比提升及促销费用会计处理方式影响，若还原费用冲抵口径，毛利率同比仍有改善。费用端，前三季度销售/管理/研发费用率分别为 25.22%/5.06%/0.56%，同比-3.76/+0.10/+0.11pct。Q3 销售费用率 22.79%，同比-4.32pct、主要系低费用率业务快速增长、线上投放更加精细化，管理费用率 5.75%、同比+0.67pct，主要受股份支付及人员扩张影响。毛利率基本稳定而销售费率大幅下行，前三季度归母净利率 11.00%、同比+3.20pct，Q3 归母净利率 11.85%、同比+2.60pct，盈利中枢持续上移。

**盈利预测：**展望四季度及后续，公司成长路径较为清晰。1）大健康第二曲线：食养粉季末启动线上布局，随推广范围扩大与消费者认知积累，有望逐步进入放量阶段。2）产品结构升级：有机燕麦与复合燕麦占比提升，高毛利品类扩张将持续优化盈利结构。3）成本端：2026 年燕麦原粮成本红利延续，2027 年或受厄尔尼诺影响小幅上行，公司可通过产品结构与运营效率对冲。4）渠道端：会员店、零食量贩、即时零售及 B2B/OEM 多点开花，Q4 旺季双十一衔接年货节，动销具备支撑。我们预计公司 2026-

2028 年实现收入 27.1/32.1/37.3 亿元，同比增长 21%/18%/16%，实现归母净利润 2.7/3.4/4.0 亿元，同比增长 59%/23%/20%，对应 PE 为 22x/18x/15x，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 | 2,712 | 3,205 | 3,725 |
| 营业收入增长率(%) | 18.11% | 21.10% | 18.16% | 16.25% |
| 归母净利（百万元） | 172 | 273 | 336 | 403 |
| 净利润增长率(%) | 28.93% | 59.05% | 23.07% | 19.87% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.55 | 0.87 | 1.08 | 1.29 |
| 市盈率（PE） | 35.33 | 22.21 | 18.05 | 15.06 |

*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 | 209 | 125 | 92 |
| 应收和预付款项 | 173 | 184 | 229 | 271 | 313 |
| 存货 | 281 | 274 | 368 | 423 | 488 |
| 其他流动资产 | 516 | 593 | 513 | 518 | 521 |
| 流动资产合计 | 1,238 | 1,253 | 1,319 | 1,337 | 1,414 |
| 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 | 1,745 | 1,885 |
| 资产总计 | 2,191 | 2,280 | 2,528 | 2,726 | 2,958 |
| 短期借款 | 129 | 94 | 86 | 79 | 67 |
| 应付和预收款项 | 319 | 313 | 415 | 480 | 553 |
| 长期借款 | 6 | 12 | 18 | 24 | 30 |
| 其他负债 | 205 | 228 | 294 | 325 | 367 |
| 负债合计 | 659 | 648 | 813 | 908 | 1,017 |
| 股本 | 223 | 223 | 313 | 313 | 313 |
| 资本公积 | 675 | 691 | 601 | 601 | 601 |
| 留存收益 | 647 | 726 | 807 | 908 | 1,029 |
| 归母公司股东权益 | 1,515 | 1,610 | 1,691 | 1,792 | 1,913 |
| 少数股东权益 | 17 | 22 | 24 | 26 | 28 |
| 股东权益合计 | 1,532 | 1,632 | 1,715 | 1,818 | 1,941 |
| 负债和股东权益 | 2,191 | 2,280 | 2,528 | 2,726 | 2,958 |

**现金流量表（百万）**

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营性现金流 | 170 | 265 | 384 | 431 | 526 |
| 投资性现金流 | -376 | -186 | -180 | -275 | -267 |
| 融资性现金流 | -37 | -114 | -197 | -240 | -292 |
| 现金增加额 | -244 | -35 | 6 | -84 | -33 |

**利润表（百万）**

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1,896 | 2,240 | 2,712 | 3,205 | 3,725 |
| 营业成本 | 1,112 | 1,300 | 1,555 | 1,836 | 2,128 |
| 营业税金及附加 | 17 | 18 | 27 | 32 | 37 |
| 销售费用 | 530 | 595 | 681 | 798 | 920 |
| 管理费用 | 115 | 129 | 136 | 154 | 177 |
| 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 | 319 | 393 | 471 |
| 其他非经营损益 | 0 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 157 | 199 | 319 | 393 | 471 |
| 所得税 | 24 | 26 | 45 | 55 | 66 |
| 净利润 | 133 | 173 | 275 | 338 | 405 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 归母股东净利润 | 133 | 172 | 273 | 336 | 403 |

**预测指标**

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 毛利率 | 41.33% | 41.95% | 42.65% | 42.72% | 42.87% |
| 销售净利率 | 7.02% | 7.67% | 10.07% | 10.49% | 10.82% |
| 销售收入增长率 | 20.16% | 18.11% | 21.10% | 18.16% | 16.25% |
| EBIT 增长率 | 25.82% | 37.82% | 69.96% | 22.86% | 19.94% |
| 净利润增长率 | 15.36% | 28.93% | 59.05% | 23.07% | 19.87% |
| ROE | 8.79% | 10.67% | 16.15% | 18.76% | 21.06% |
| ROA | 6.34% | 7.73% | 11.43% | 12.87% | 14.26% |
| ROIC | 6.94% | 9.42% | 15.11% | 17.59% | 19.89% |
| EPS(X) | 0.43 | 0.55 | 0.87 | 1.08 | 1.29 |
| PE(X) | 45.55 | 35.33 | 22.21 | 18.05 | 15.06 |
| PB(X) | 4.01 | 3.77 | 3.59 | 3.39 | 3.17 |
| PS(X) | 3.20 | 2.71 | 2.24 | 1.89 | 1.63 |
| EV/EBITDA(X) | 19.83 | 25.02 | 14.64 | 12.16 | 10.21 |

***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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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

面许可任何机构和个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。