



买入（首次）

所属行业：食品饮料/休闲食品
当前价格(元)：16.05

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

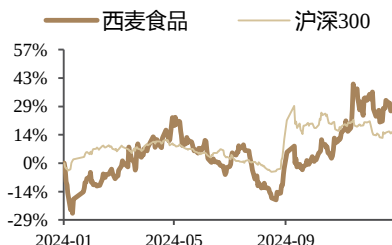
黄欣培

资格编号：S0120524100002

邮箱：huangxp3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.95	13.51	27.08
相对涨幅(%)	-0.07	13.70	30.20

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

西麦食品（002956.SZ）：燕麦行业乘风起，龙头企业加速发展

投资要点

- 燕麦第一股，深耕行业三十载。**西麦食品 1994 年成立于广西桂林，是一家全产业链覆盖的燕麦食品企业，2019 年成功登陆深交所，成为“燕麦第一股”。从股权角度来看，公司是传统家族企业，董事长谢庆奎家族直接或间接持股超公司半数股权。产品上主要分为纯燕麦、复合燕麦、冷食燕麦和其他四大系列，其中纯燕麦是基本盘，复合燕麦占比快速提升已经超越纯燕麦成为公司第一大品类。近五年收入稳步提升，利润多因素扰动。营业总收入和利润分别从 2018 年的 8.51 亿元和 1.37 亿元变成 2023 年 15.78 亿元和 1.15 亿元，5 年 CAGR 分别为 13.1%和-3.4%。
- 燕麦行业百亿规模，人均消费量空间广阔。**根据欧睿数据，2024 年中国燕麦行业市场规模为 101.34 亿元，其中冲泡燕麦和即食燕麦分别为 69.51 亿元和 31.83 亿元。2019-2024 年 5 年 CAGR 为 3.5%，24-29 年 CAGR 为 1.1%，行业整体稳健增长。分品类来看，冲泡燕麦仍然为主流，即食燕麦在 2017-2022 年快速发展，但在 2022 年后增速趋缓，截止到 2024 年冲泡和即食燕麦分别占比 68.6%和 31.4%。分渠道来看，线上渠道占比不断提升，后续线上渠道将成为燕麦销售愈发重要的一个环节。目前中国燕麦年人均消费额不到 1 美元，与之对比，欧美发达国家燕麦年人均消费额稳定在 30 美元左右，和中国饮食习惯相近的日本和中国香港地区燕麦人均消费水平也在 6 美元左右，市场空间潜力巨大。燕麦行业呈现“两强”格局，根据 Euromonitor 的数据，2024 年中国燕麦行业 CR3 为 51.9%，其中西麦食品占比最高为 26%，剩下两家分别为桂格的 18.2%和智强（智力）的 7.7%。相比于其他国家超过 60%的 CR3，市场集中度仍有待提升。
- 渠道多元化发展，成本改善释放利润弹性。**在传统渠道上截止到 2023 年底公司共有 1718 家供应商，其中南区 735 家，北区 983 家。同时公司积极拥抱零食量贩和抖音等新兴渠道，2023 年公司线下零食渠道同比增长超过 180%，根据蝉妈妈数据抖音渠道 2022-2024 年平台销售额实现了从 1.71 亿元到 3.89 亿元再到 4.68 亿元的三级跳，后续渠道多元化发展将持续挖掘业绩增长驱动力。据公司招股说明书，公司燕麦原料约 90%以澳洲进口为主，目前澳麦价格较之前高位有所回落。根据 2023 年公司毛利率数据对燕麦成本对公司毛利率的敏感性进行测算，假设燕麦粒占生产成本的 35%，如果燕麦粒成本下跌 10%，公司毛利率有望提升 1.94pct，释放利润弹性。最后公司于 2024 年 3 月并购成都德赛康谷，切入酸奶盖燕麦市场，后续有望持续贡献新增量。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司在 2024-2026 年分别实现营收 19.68/24.04/29.23 亿元，同比+24.7%/+22.1%/+21.6%；实现归母净利润 1.34/1.91/2.43 亿元，对应 EPS 为 0.60/0.85/1.09 元。选取休闲零食行业内的有友食品、盐津铺子、劲仔食品和三只松鼠作为可比公司，25 年行业平均估值为 19.20x，西麦食品 2025 年 PE 低于可比公司均值，考虑到行业景气度回暖和公司在渠道多元化上的持续拓展，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：**原材料价格波动，渠道放量不及预期，食品安全风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	223.25		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	223.22	营业收入(百万元)	1,327	1,578	1,968	2,404	2,923
52 周内股价区间(元):	9.41-17.61	(+/-)YOY(%)	15.1%	18.9%	24.7%	22.1%	21.6%
总市值(百万元):	3,583.11	净利润(百万元)	109	115	134	191	243
总资产(百万元):	1,958.35	(+/-)YOY(%)	4.4%	6.1%	16.1%	42.4%	27.2%
每股净资产(元):	6.69	全面摊薄 EPS(元)	0.49	0.52	0.60	0.85	1.09
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	43.1%	44.5%	42.6%	44.0%	44.4%
		净资产收益率(%)	7.7%	7.9%	9.0%	12.2%	14.6%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 公司介绍：燕麦行业龙头，全产业链布局	5
1.1. 发展历程：燕麦第一股，深耕行业三十载	5
1.2. 股权结构：传统家族企业，股权结构稳定且集中	5
1.3. 主营业务：复合燕麦快速放量，围绕燕麦不断完善产品矩阵	6
1.4. 财务分析：收入稳健增长，盈利能力承压	8
2. 行业分析：燕麦行业超百亿规模，人均消费量空间广阔	8
3. 未来发展：渠道多元化发展，成本改善释放利润压力	10
4. 盈利预测与投资建议	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 投资建议	14
5. 风险提示	14

图表目录

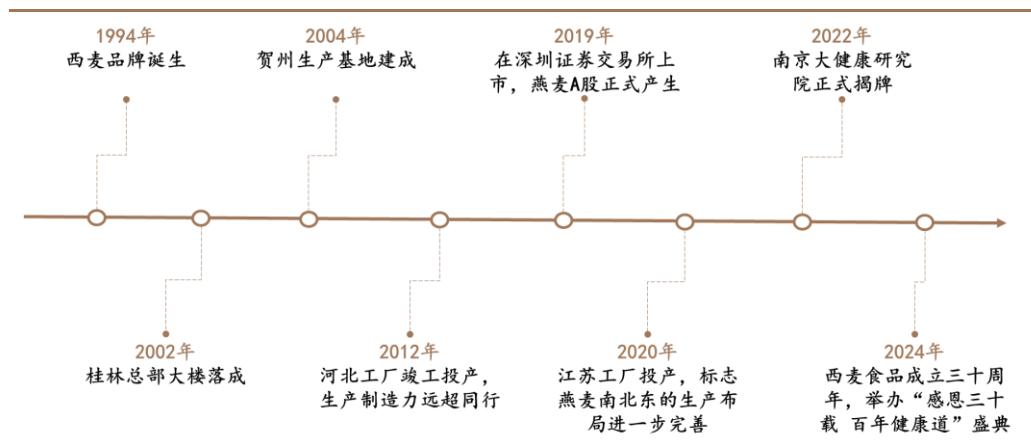
图 1: 公司发展历史	5
图 2: 公司股权结构 (截止到 2025 年 1 月 23 日)	5
图 3: 公司产品矩阵	6
图 4: 2019-2023 年公司分品类主营业务收入占比 (%)	7
图 5: 2019-2023 年公司三大核心品类收入增速 (%)	7
图 6: 2019-2023 年公司分地区主营业务收入占比 (%)	7
图 7: 2020-2023 年公司分地区主营业务收入增速 (%)	7
图 8: 2019-2023 年公司分渠道主营业务收入占比 (%)	7
图 9: 2020-2023 年公司分渠道主营业务收入增速 (%)	7
图 10: 2018-2023 年公司营业总收入 CAGR 为 13.1% (亿元, %)	8
图 11: 2018-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 -3.4% (亿元, %)	8
图 12: 2018-2023 年公司毛净利率 (%)	8
图 13: 2018-2023 年公司期间费用率 (%)	8
图 14: 燕麦行业市场规模及 YOY (亿元, %)	9
图 15: 2010-2029 年冲泡和即食燕麦行业规模及 YOY (亿元, %)	9
图 16: 燕麦行业线上线下渠道占比 (%)	9
图 17: 2020-2024 年中国燕麦行业 CR3 (%)	10
图 18: 中国燕麦行业集中度提升空间广阔 (%)	10
图 19: 2019-2023 年南北方经销商数及总数 YOY (家, %)	11
图 20: 零食量贩行业空间广阔 (亿元, %)	11
图 21: 零食量贩主要品牌门店数 (家)	11
图 22: 2022-2024 年抖音渠道销售额 (亿元)	12
图 23: 2022 年双十一线上主流平台综合第一	12
图 24: CBOT 燕麦期货结算价 (连续) (美分/蒲式耳)	12
图 25: 成本对毛利率影响的敏感性测算	13
表 1: 2020-2024 年燕麦行业各企业详细市占率 (%)	10
表 2: 西麦食品盈利预测 (亿元, %)	14
表 3: 可比公司估值	14

1. 公司介绍：燕麦行业龙头，全产业链布局

1.1. 发展历程：燕麦第一股，深耕行业三十载

西麦食品 1994 年成立于广西桂林，是一家全产业链覆盖的燕麦食品企业。2019 年公司成功登陆深交所，成为“燕麦第一股”，全程参与从燕麦的育种和种植开始到研发、生产、销售的各个环节。

图 1：公司发展历史

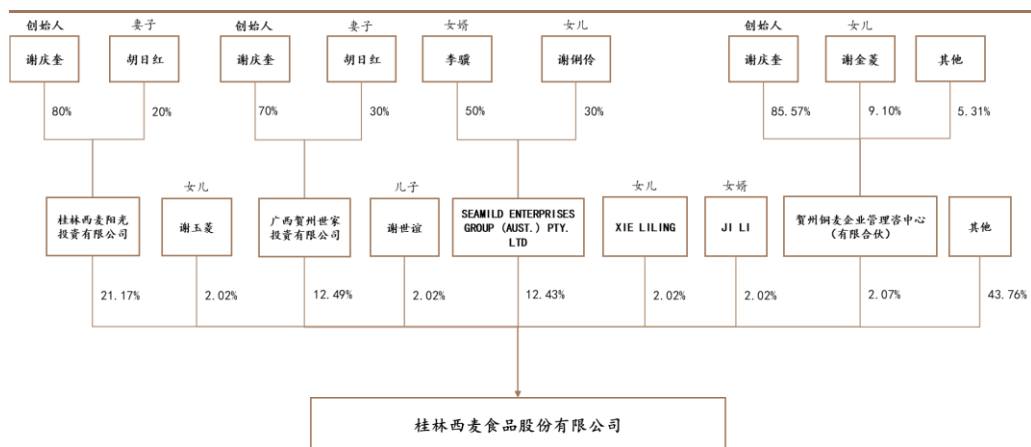


资料来源：西麦食品公司官网，德邦研究所

1.2. 股权结构：传统家族企业，股权结构稳定且集中

谢庆奎家族直接或间接持股超公司半数股权，股权结构清晰。其中胡日红与谢庆奎为夫妻关系，谢俐伶、谢金菱、谢玉菱与谢庆奎为父女关系，谢世谊与谢庆奎为父子关系，谢金菱与李骥为夫妻关系。谢庆奎、胡日红、谢金菱、李骥和谢俐伶为公司实控人，谢世谊和谢玉菱为一致行动人。

图 2：公司股权结构（截止到 2025 年 1 月 23 日）



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

2023 年 8 月公司聘请孟祥胜先生接替谢庆奎出任公司新总经理。孟祥胜先生出生于 1972 年，是董事长谢庆奎的女婿，曾任海尔药业浙江市场部经理、南京东方智业管理咨询顾问和苏宁易购集团股份有限公司董事和高级副总裁。孟总上任后明确西麦企业发展将围绕健康事业主线，布局燕麦谷物和大健康两大主导业务，构建燕麦谷物生态圈、开拓大健康朋友圈、发展国际化业务三大增长曲线，打造品牌力、营销能力、供应链能力和研发能力四大核心能力。

公司曾在 2021 年推出股权激励计划，以 13.08 元每股授予在公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）骨干员工（总人数 49 人）合计 146 万份股份，长期绑定管理层与公司之间利益。同时公司在 2023 年底推出首次回购计划，总回购资金额不低于 2850 万元且不超过 5000 万元，回购价格不超过 19 元/股。最终以 2955.86 万元回购 220.26 万股，后续将用于股权激励或员工持股计划，进一步完善公司长效激励机制。

1.3. 主营业务：复合燕麦快速放量，围绕燕麦不断完善产品矩阵

公司产品矩阵主要分为纯燕麦、复合燕麦和冷食燕麦系列，其中纯燕麦和复合燕麦大多需要热水冲泡食用，而冷食燕麦可直接食用。

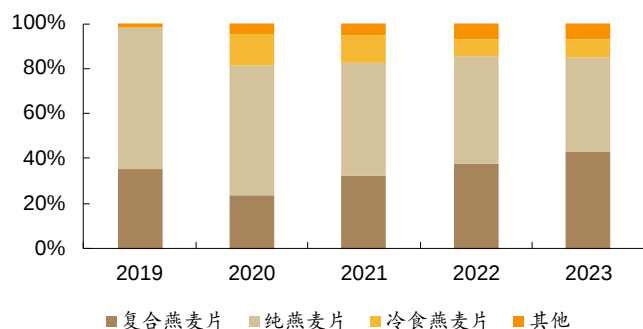
图 3：公司产品矩阵

产品系列	产品类型	产品展示			
纯燕麦系列	绿色燕麦片、有机燕麦片				
复合燕麦系列	西澳阳光牛奶燕麦片、五黑谷物燕麦片、高钙维生素D燕麦片、中老年营养燕麦片				
冷食系列	水果坚果燕麦脆、空气全麦脆				

资料来源：西麦食品公司官网，天猫，淘宝，拼多多，德邦研究所

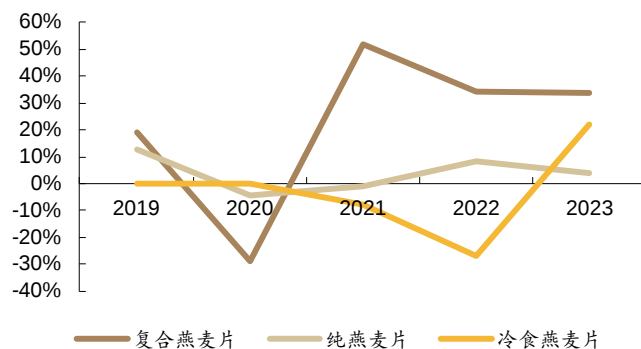
纯燕麦是公司基本盘，复合燕麦占比快速提升。分产品来看，纯燕麦是公司的传统核心业务，2019-2023 年收入占比都超过 40%；而复合燕麦近几年占比快速提升，2018-2023 年 5 年收入 CAGR 为 18.3%。2023 年在主营业务中占比为 43%，超越纯燕麦成为公司第一大品类。

图 4：2019-2023 年公司分品类主营业务收入占比 (%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

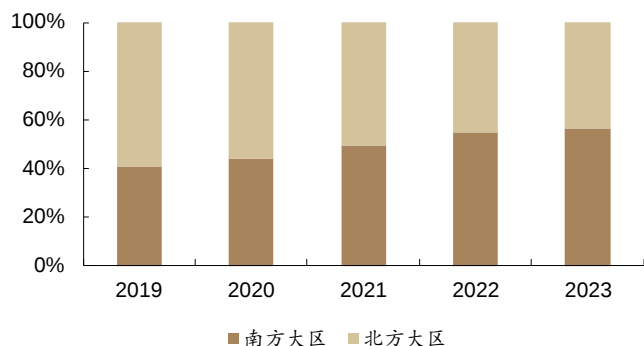
图 5：2019-2023 年公司三大核心品类收入增速 (%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

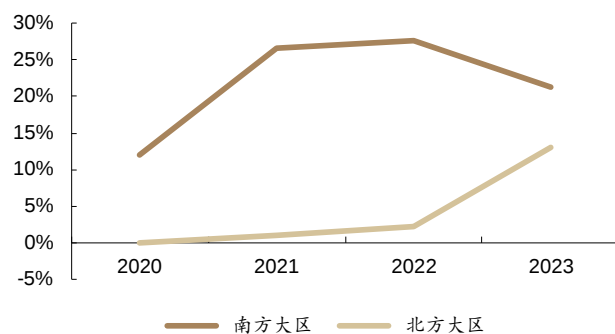
南北区收入结构平衡，南区增速高于北区。公司整体区域间收入比较平均，2023 年南方和北方地区实现收入 8.7 亿元和 6.7 亿元，分别占比 56.7% 和 43.3%。同时近些年南区整体增速高于北区，收入在 2022 年成功超越北方区域。

图 6：2019-2023 年公司分地区主营业务收入占比 (%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

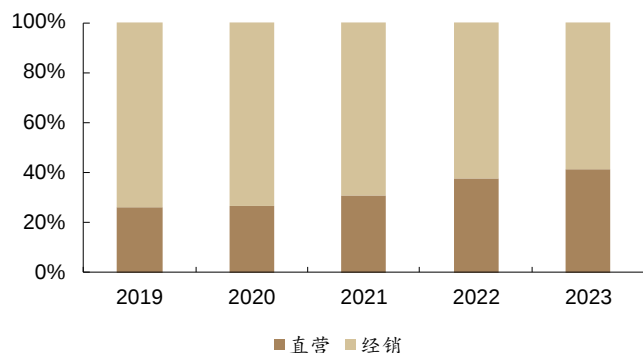
图 7：2020-2023 年公司分地区主营业务收入增速 (%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

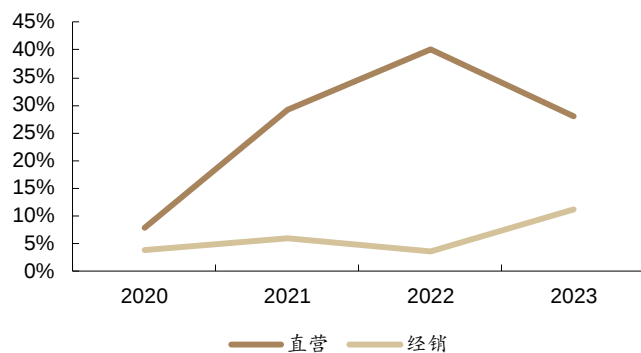
经销为主要销售渠道，直营占比逐年提升。经销是指通过经销商销售给客户的模式，是公司的核心渠道。而直营主要包含公司直接对接的大中型商超、自营电商和 B2B 等模式，伴随电商渠道的发展直营渠道占比整体呈提升趋势。

图 8：2019-2023 年公司分渠道主营业务收入占比 (%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

图 9：2020-2023 年公司分渠道主营业务收入增速 (%)

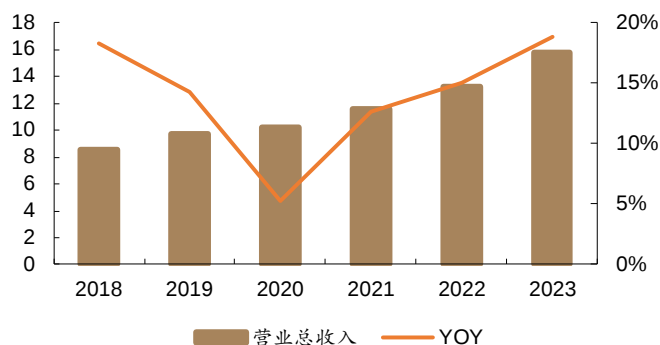


资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

1.4. 财务分析：收入稳健增长，盈利能力承压

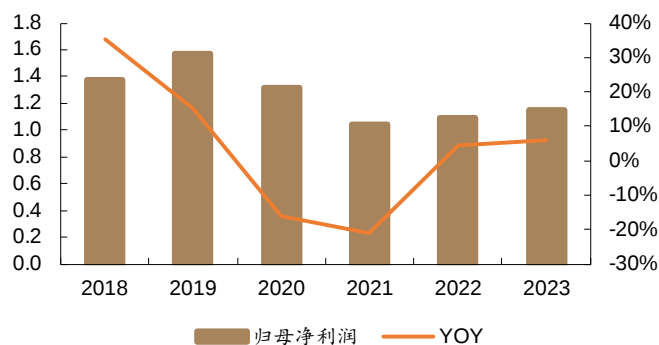
营业总收入稳健增长，利润多因素扰动承压。公司营业总收入和利润分别从2018年的8.51亿元和1.37亿元变成2023年15.78亿元和1.15亿元，5年CAGR分别为13.1%和-3.4%。其中归母净利率主要受到原材料价格和疫情扰动等多因素影响，后续伴随燕麦价格的回落有望回到合理水平。

图 10：2018-2023 年公司营业总收入 CAGR 为 13.1% (亿元, %)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

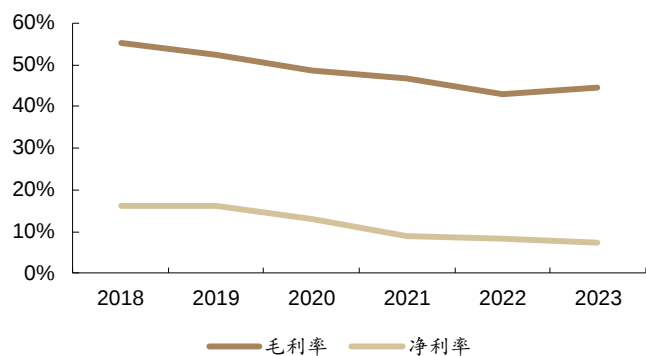
图 11：2018-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 -3.4% (亿元, %)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

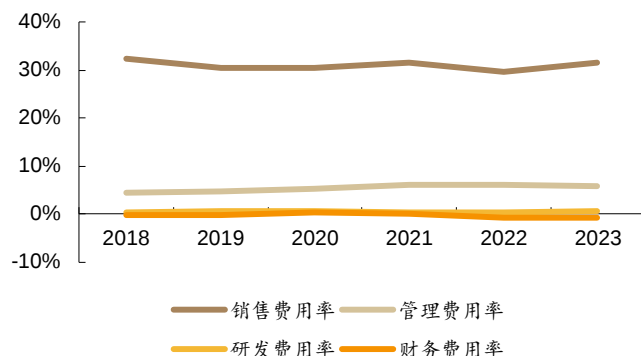
毛净利率受成本因素影响有所下降，期间费用率管控稳定。公司毛净利率从2018年逐步回落，2023年公司毛净利率分别为44.5%和7.3%，主要系燕麦原材料价格上涨。同时期间费用率整体保持稳定，2018-2023年都维持在35%-39%区间，整体管控良好。

图 12：2018-2023 年公司毛净利率 (%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所
注：2018、2019 年将运输费还原到营业成本中

图 13：2018-2023 年公司期间费用率 (%)



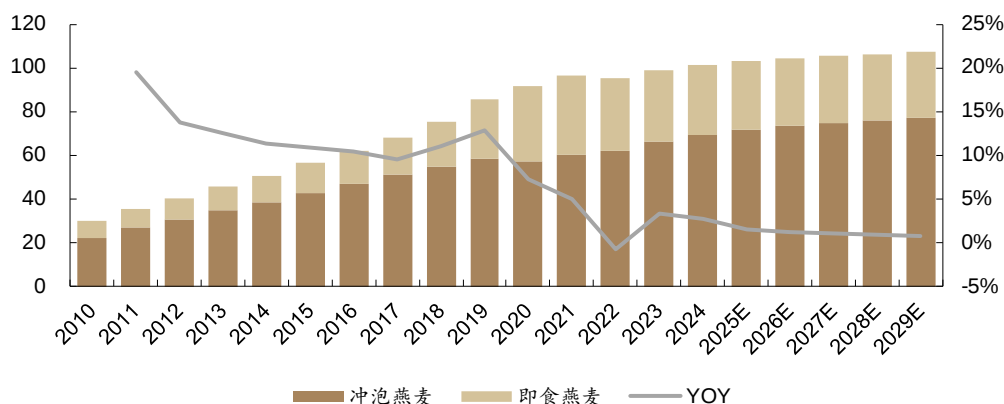
资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所
注：2018、2019 年将运输费移出销售费用

2. 行业分析：燕麦行业超百亿规模，人均消费量空间广阔

燕麦品类主要分为冲泡燕麦和即食燕麦，产品品类不断丰富。燕麦主要分为冲泡燕麦和即食燕麦，其中冲泡燕麦分为纯燕麦片和复合燕麦片，需要热水冲调或者烹煮后才可食用，代表企业为西麦、桂格。而即食燕麦则不需要冲调或者烹煮，拆开即可食用或者搭配酸奶食用，代表企业有卡乐比、王饱饱等。

燕麦行业稳健增长，已经突破百亿规模。根据欧睿数据，2024 年中国燕麦行业市场规模为 101.34 亿元，其中冲泡燕麦和即食燕麦分别为 69.51 亿元和 31.83 亿元。2019-2024 年 5 年 CAGR 为 3.5%，24-29 年 CAGR 为 1.1%，行业整体稳健增长。

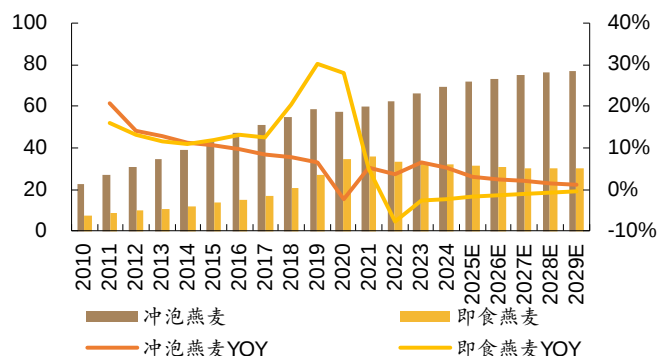
图 14：燕麦行业市场规模及 YOY（亿元，%）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

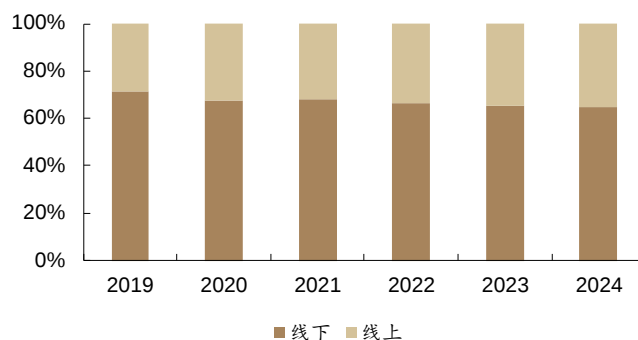
冲泡燕麦仍然为主流，线上占比不断提升。分品类来看，由于中国消费习惯，目前冲泡燕麦仍然为主流，即食燕麦在 2017-2022 年快速发展，但在 2022 年后增速趋缓，截止到 2024 年冲泡和即食燕麦分别占比 68.6%和 31.4%。同时分渠道来看，线上渠道占比稳步提升，后续线上渠道将成为燕麦销售愈发重要的一个环节。

图 15：2010-2029 年冲泡和即食燕麦行业规模及 YOY（亿元，%）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 16：燕麦行业线上线下渠道占比（%）

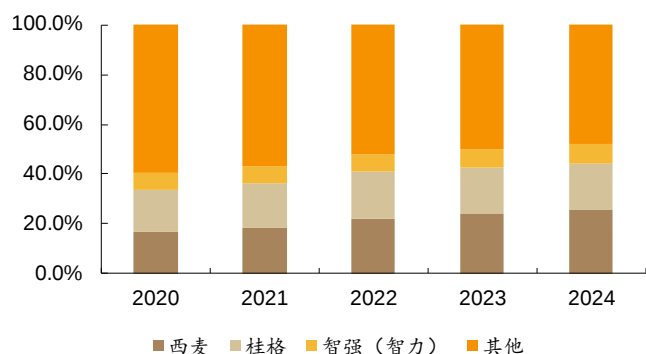


资料来源：Euromonitor，德邦研究所

人均消费量不到 1 美元，成长空间广阔。目前中国燕麦年人均消费额不到 1 美元，与之对比，欧美发达国家燕麦人均年消费额稳定在 30 美元左右。而和中国饮食习惯相近的日本和中国香港地区，燕麦人均消费水平也在 6 美元左右，远高于中国大陆地区，我国燕麦行业仍处于发展早期，市场空间潜力巨大。

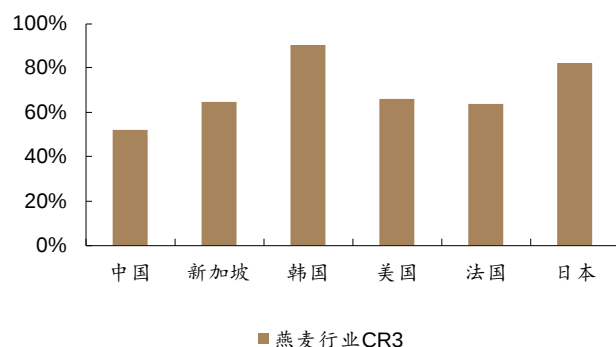
燕麦行业呈现“两强”格局，市场集中度仍有待提升。根据 Euromonitor 的数据，2024 年中国燕麦行业 CR3 为 51.9%，其中西麦食品占比最高为 26%，剩下两家分别为桂格的 18.2%和智强（智力）的 7.7%。相比于其他国家超过 60% 的 CR3，中国燕麦行业集中度提升空间广阔。

图 17: 2020-2024 年中国燕麦行业 CR3 (%)



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 18: 中国燕麦行业集中度提升空间广阔 (%)



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

表 1: 2020-2024 年燕麦行业各企业详细市占率 (%)

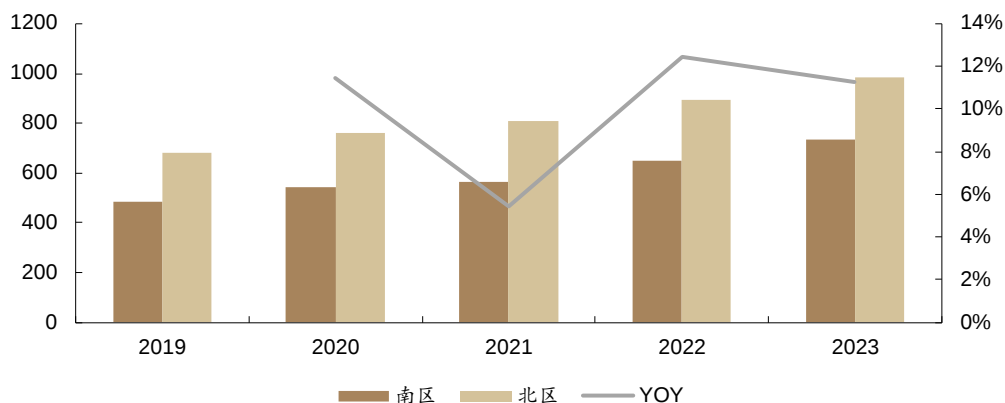
	2020	2021	2022	2023	2024
西麦	16.7%	18.5%	22.2%	24.2%	26.0%
桂格	16.8%	17.7%	18.8%	18.5%	18.2%
智强 (智力)	6.8%	7.1%	7.0%	7.4%	7.7%
家乐比	5.5%	6.5%	7.0%	6.4%	6.0%
家乐氏	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%
雀巢	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%
欧扎克	4.3%	4.3%	3.3%	2.7%	2.3%
五谷磨房	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
金味	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%
皇室	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
王饱饱	4.9%	3.3%	2.5%	1.7%	1.2%
雅士利	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
天喔	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
黑牛	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
其他	27.9%	25.6%	22.2%	22.3%	21.7%

资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

3. 未来发展: 渠道多元化发展, 成本改善释放利润压力

渠道多元化发展, 加强渠道渗透率。公司深耕行业三十年已经形成覆盖多渠道的庞大销售网络,截止到 2023 年底公司共有 1718 家供应商,其中南区 735 家,北区 983 家。2022 年公司南京大健康研究院正式揭牌,入驻南京总部大楼,将进一步发力华东地区并加强流通渠道渗透率。

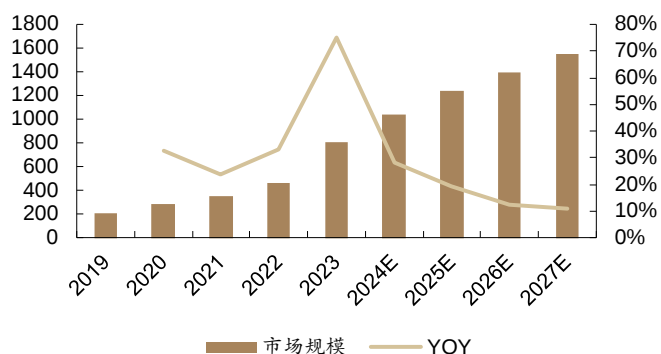
图 19：2019-2023 年南北方经销商数及总数 YOY（家，%）



资料来源：公司年报，德邦研究所

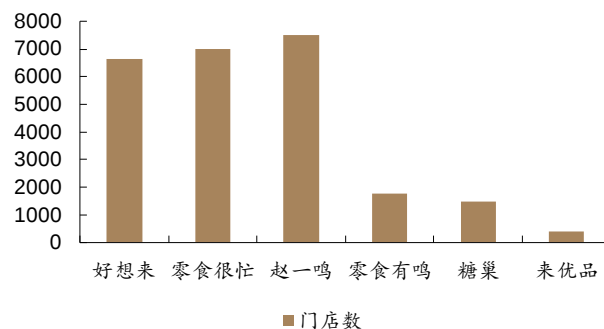
量贩渠道方兴未艾，积极拥抱加速产品渗透。近些年零食量贩渠道快速兴起，成为线下零售重要渠道之一。公司积极面对渠道和需求变化，2022 年就逐步开始和零食量贩进行合作，陆续导入自身产品，2023 年公司线下零食渠道同比增长超过 180%。公司作为行业龙头企业，相比于其他中小品牌具有更强的客户粘性和议价能力，后续有望持续享受量贩渠道自身高速增长的红利。同时也得益于零食量贩迅速增长的门店数，有望加速对下沉市场的渗透，使得更多消费者能够接触到燕麦产品。

图 20：零食量贩行业空间广阔（亿元，%）



资料来源：艾媒咨询，第一财经，德邦研究所

图 21：零食量贩主要品牌门店数（家）

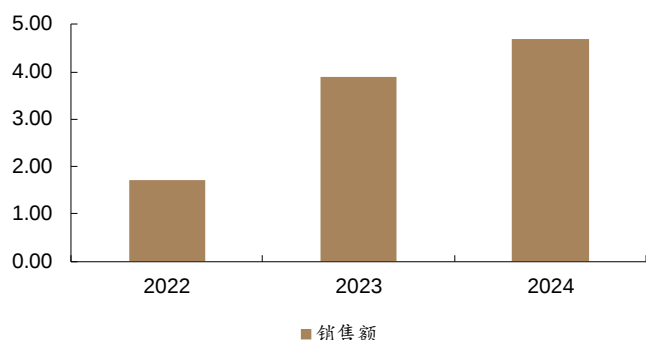


资料来源：万辰生物 2024 年半年报，零食很忙官网，赵一鸣官网，窄门餐眼，德邦研究所

注：除好想来外其他品牌数据截止至 2024 年 12 月 3 日

加强电商布局，线上主流全平台 top1。公司紧跟新媒体发展趋势，目前已经建立起完整的电商渠道，覆盖包括但不限于天猫、京东、淘宝、拼多多、抖音、快手和小红书等主流平台。根据蝉妈妈数据，公司 2022-2024 年抖音平台销售额实现了从 1.71 亿元到 3.89 亿元再到 4.68 亿元的三级跳。在 2022 年和 2023 年双十一均实现了线上主流平台综合第一的成绩。

图 22: 2022-2024 年抖音渠道销售额 (亿元)



资料来源: 蝉妈妈, 德邦研究所

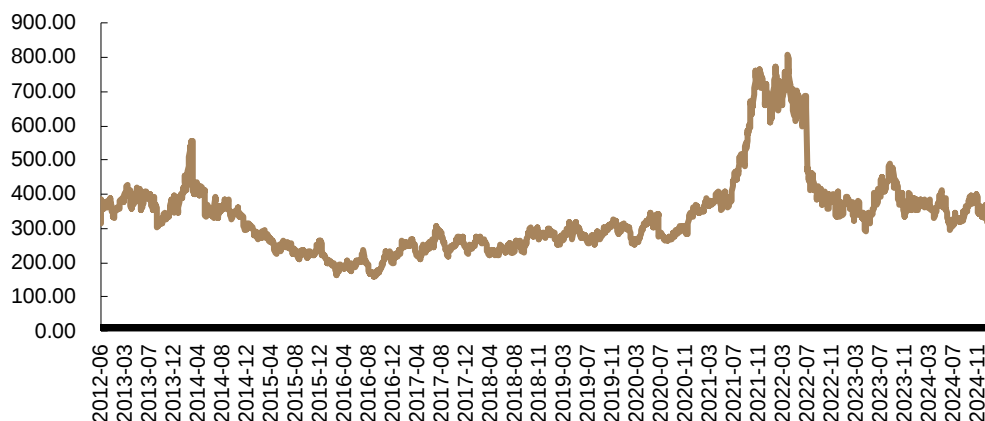
图 23: 2022 年双十一线上主流平台综合第一



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

公司燕麦国外进口为主, 燕麦价格持续高位运行。西麦采购的燕麦粒分为进口燕麦粒和国产燕麦粒, 国外燕麦大多为皮燕麦, 国内主要为裸燕麦。由于皮燕麦收获时带壳, 对本身的籽粒形成一定保护性, 因此我们认为其加工而成的半成品燕麦片相比于国产燕麦观感更佳。另外从价格来看, 根据公司招股说明书披露的数据, 2016-2018 年公司进口燕麦粒采购均价分别为 2.21 元/kg、1.73 元/kg 和 1.59 元/kg, 同期国产燕麦粒采购均价分别为 3.36 元/kg、3.16 元/kg 和 3.28 元/kg, 因此公司燕麦约 90% 是采购自澳洲, 部分有机类产品采用国产燕麦。

图 24: CBOT 燕麦期货结算价 (连续) (美分/蒲式耳)



资料来源: iFind, 德邦研究所

随燕麦成本下行, 利润弹性有望释放。根据 2023 年公司毛利率数据对燕麦成本对公司毛利率的敏感性进行测算, 假设燕麦粒占生产成本的 35%, 如果燕麦粒成本下跌 10%, 公司毛利率有望提升 1.94pct。我们预计未来随着燕麦粒成本的下行, 公司毛利率将持续修复, 释放弹性。

图 25：成本对毛利率影响的敏感性测算

燕麦销售单价 Δ	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
燕麦粒成本 Δ							
-10%	-4.00%	-0.88%	1.40%	1.94%	2.47%	4.49%	6.81%
-5%	-5.08%	-1.90%	0.42%	0.97%	1.51%	3.56%	5.92%
-1%	-5.95%	-2.71%	-0.36%	0.19%	0.74%	2.83%	5.22%
0%	-6.16%	-2.92%	-0.56%	0.00%	0.55%	2.64%	5.04%
1%	-6.38%	-3.12%	-0.76%	-0.19%	0.36%	2.46%	4.86%
5%	-7.24%	-3.94%	-1.54%	-0.97%	-0.41%	1.72%	4.16%
10%	-8.32%	-4.96%	-2.52%	-1.94%	-1.37%	0.79%	3.28%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

注：以 2023 年的毛利率为基准测算；假设燕麦粒占生产成本的 35%（参考招股书数据）

并购成都德赛康谷，迈入酸奶盖燕麦市场。公司 2024 年 3 月 28 日与成都德赛康谷签订股权转让协议，持有德赛康谷 60% 股权。后续有望凭借德赛康谷自身在酸奶盖燕麦中的技术积累，加强与乳制品企业在酸奶方面的合作，从而贡献业绩新增量。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司在 2024-2026 年分别实现营收 19.68/24.04/29.23 亿元，同比 +24.7%/+22.1%/+21.6%。分业务来看：

- (1) 复合燕麦片：考虑到复合燕麦片可以将燕麦与红豆、黑芝麻、乳粉等各种产品组合从而不断拓展产品品类和受众的多样性，我们预计复合燕麦片系列 2024-2026 年整体收入增长分别 34.0%/31.0%/29.5%。
- (2) 纯燕麦片：纯燕麦片作为公司传统核心产品，近几年依旧保持稳健增速。同时考虑到消费者健康意识的提升，预计纯燕麦片系列 2024-2026 年收入增长为 13.0%/11.0%/10.0%。
- (3) 冷食燕麦片：冷食燕麦片作为相对创新的一种产品类型，相比于冲泡燕麦片在口味上更加丰富、操作上更加便捷，但短期仍然受饮食习惯的影响，因此我们预计 2024-2026 年收入增长为 18.0%/14.0%/15.0%。
- (4) 其他：公司 2024 年 4 月完成战略并购成都德赛康谷，正式迈入酸奶盖燕麦市场，后续将积极开拓大客户，从而维持较高增速。因此我们预计 2024-2026 年其他系列收入增长分别为 51.0%/34.0%/30.0%。

表 2：西麦食品盈利预测（亿元，%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
复合燕麦片	3.67	4.94	6.61	8.85	11.6	15.02
YoY	51.90%	34.40%	33.80%	34.00%	31.00%	29.50%
毛利率	48.68%	45.73%	49.16%	46.51%	48.22%	48.82%
纯燕麦片	5.73	6.2	6.44	7.28	8.08	8.89
YoY	-1.20%	8.20%	4.00%	13.00%	11.00%	10.00%
毛利率	47.12%	44.44%	45.17%	44.29%	46.05%	46.44%
冷食燕麦片	1.35	0.98	1.2	1.41	1.61	1.85
YoY	-7.90%	-27.20%	22.00%	18.00%	14.00%	15.00%
毛利率	47.27%	44.77%	47.45%	46.56%	48.06%	48.38%
其他	0.62	0.93	1.1	1.66	2.22	2.89
YoY	37.90%	51.10%	17.80%	51.00%	34.00%	30.00%
毛利率	16.44%	10.82%	10.98%	12.16%	13.14%	13.47%
其他业务	0.17	0.22	0.43	0.48	0.52	0.58
YoY	40.30%	31.60%	94.90%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	95.40%	76.04%	42.12%	38.96%	39.52%	40.07%
合计	11.54	13.27	15.78	19.68	24.04	29.23
YoY	12.60%	15.10%	18.90%	24.70%	22.10%	21.60%

资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所预测

4.2. 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 1.34/1.91/2.43 亿元，对应 EPS 为 0.60/0.85/1.09 元。选取休闲零食行业内的有友食品、盐津铺子、劲仔食品和三只松鼠作为可比公司，25 年行业平均估值为 19.20x，西麦食品 2025 年 PE 低于可比公司均值，考虑到行业景气度回暖和公司在渠道多元化上的持续拓展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

股票代码	公司简称	市值（百万元）	归母净利润（百万元）		PE	
			2025E	2026E	2025E	2026E
603697	有友食品	4217.04	203.61	249.76	20.71	16.88
002847	盐津铺子	14792.29	826.36	1026.39	17.90	14.41
003000	劲仔食品	5546.31	374.20	458.49	14.82	12.10
300783	三只松鼠	13032.50	557.36	739.51	23.38	17.62
可比公司平均					19.20	15.25
002956	西麦食品	3703.67	190.82	242.70	18.61	14.63

资料来源：iFind，德邦研究所

注：当前市值为 2025/01/23 收盘价，有友食品、盐津铺子、劲仔食品和三只松鼠采用 iFind 一致预期，西麦食品使用德邦预测

5. 风险提示

原材料价格波动：若澳洲燕麦、包材等原材料价格大幅度上涨，或将对公司盈利造成冲击。

渠道放量不及预期：公司积极布局零食量贩、抖音等多元渠道，若渠道动销不达预期，将影响公司收入增长和利润水平的提升。

食品安全风险：公司作为食品加工企业，若发生食品质量问题将会对公司品牌和经营造成不利影响，从而进一步影响公司品牌信誉并可能面临处罚或赔偿。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.52	0.60	0.85	1.09
每股净资产	6.53	6.65	7.00	7.44
每股经营现金流	0.54	0.79	1.15	1.37
每股股利	0.31	0.36	0.51	0.65
价值评估(倍)				
P/E	27.56	26.50	18.61	14.63
P/B	2.19	2.39	2.27	2.14
P/S	2.03	1.80	1.48	1.22
EV/EBITDA	19.02	16.30	11.57	8.93
股息率%	2.2%	2.2%	3.2%	4.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	44.5%	42.6%	44.0%	44.4%
净利润率	7.3%	6.8%	7.9%	8.3%
净资产收益率	7.9%	9.0%	12.2%	14.6%
资产回报率	5.9%	6.5%	8.6%	10.0%
投资回报率	6.1%	8.0%	11.1%	13.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.9%	24.7%	22.1%	21.6%
EBIT 增长率	19.9%	33.4%	44.0%	26.8%
净利润增长率	6.1%	16.1%	42.4%	27.2%
偿债能力指标				
资产负债率	27.4%	30.2%	32.4%	34.8%
流动比率	2.6	2.4	2.3	2.2
速动比率	1.9	1.6	1.5	1.5
现金比率	1.0	0.9	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	16.5	15.3	16.3	16.0
存货周转天数	82.3	84.8	84.1	84.4
总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.2
固定资产周转率	4.5	5.2	6.0	7.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	115	134	191	243
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	37	41	43	45
非经营收益	-14	-9	-2	-3
营运资金变动	-18	11	26	21
经营活动现金流	120	177	257	306
资产	-128	-69	-49	-39
投资	225	120	30	30
其他	1	-60	3	3
投资活动现金流	98	-9	-16	-6
债权募资	-53	-8	-8	-5
股权募资	0	0	0	0
其他	-76	-114	-118	-148
融资活动现金流	-129	-122	-126	-153
现金净流量	90	46	115	146

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 23 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,578	1,968	2,404	2,923
营业成本	875	1,130	1,345	1,625
毛利率%	44.5%	42.6%	44.0%	44.4%
营业税金及附加	14	18	22	27
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	497	590	719	871
营业费用率%	31.5%	30.0%	29.9%	29.8%
管理费用	93	110	130	158
管理费用率%	5.9%	5.6%	5.4%	5.4%
研发费用	7	9	11	13
研发费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
EBIT	109	146	210	266
财务费用	-12	-11	-13	-17
财务费用率%	-0.8%	-0.6%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	4	3	3	3
营业利润	136	156	222	282
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	135	156	222	283
EBITDA	144	187	253	310
所得税	20	22	32	40
有效所得税率%	14.5%	14.3%	14.2%	14.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	115	134	191	243

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	526	572	687	833
应收账款及应收票据	70	105	123	148
存货	246	286	342	420
其它流动资产	565	538	524	517
流动资产合计	1,408	1,500	1,677	1,918
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	368	390	407	416
在建工程	106	114	107	95
无形资产	42	40	38	36
非流动资产合计	603	626	633	629
资产总计	2,010	2,127	2,310	2,547
短期借款	75	65	57	52
应付票据及应付账款	267	350	416	502
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	198	216	265	322
流动负债合计	540	631	737	876
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	11	10	10	10
非流动负债合计	11	10	10	10
负债总计	551	642	748	886
实收资本	223	223	223	223
普通股股东权益	1,459	1,485	1,562	1,661
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,010	2,127	2,310	2,547

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。