

份额持续提升的燕麦龙头，大健康战略立足长远

核心观点

西麦食品作为国产燕麦龙头，长期受益于健康化消费趋势，上市以来增长中枢持续上移。对标海外，国内燕麦品类渗透率提升空间大，公司纯燕麦基本盘稳固，通过“燕麦+”创新，复合燕麦片高速增长，大健康赛道持续拓展。渠道端，公司线下精耕细作，持续提升 KA、AB 类超市优势，并逆势增长，积极拥抱 O2O、社区团购、量贩零食、抖音等新兴渠道下沉，渠道运营效率显著优于同行。成本端燕麦粒采购价下行，叠加公司产品结构持续升级，公司利润弹性有望释放。公司管理层积极进取，员工持股计划落地，中长期成长路径清晰。

事件

公司发布新一期员工持股计划

公司发布《2025 年员工持股计划（草案）》，本次持股计划的员工总人数不超过 62 人（不含预留部分），持股计划规模不超过 220.26 万股，约占公司当前总股本的 0.99%。本次员工激励主要对 2025-2027 年收入增速进行考核，解锁目标为公司 2025/2026/2027 年收入同比增速目标分别为 15%/15%/15%，激发公司中长期成长活力。

简评

燕麦产品量价齐升，长周期成长赛道

公司围绕“健康产业”核心发展主线，从燕麦早餐出发，布局“燕麦谷物、大健康”两大业务，以纯燕麦片为基本盘，复合燕麦高速增长，冷食燕麦片及大健康新品持续扩张。公司营业收入自 2019 年上市以来持续增长，年均复合增长率超过 10%，且增长中枢持续上移。2023 年复合燕麦片收入 6.61 亿元，同比增长 33.76%，占比提升至 41.86%，首次超越纯燕麦片成为第一大品类，而公司近年复合燕麦毛利率高于纯燕麦片，通过产品结构优化持续提升公司盈利能力，同时带动公司产品吨价持续提升。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，并推出益生菌蛋白粉、燕麦奶等大健康产品，凭借品牌优势切入健康食品的长周期成长赛道。

积极拥抱新兴渠道，多渠道持续增长

公司线下精耕细作，持续提升 KA、AB 类超市优势，23 年新增百万县城 28 个，新增千万城市 6 个，新增亿元省份 1 个，

西麦食品 (002956.SZ)

首次评级

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn
010-56135266
SAC 编号:S1440518060003
SFC 编号:BOT242

研究助理：高畅

gaochang@csc.com.cn

发布日期：2025 年 02 月 27 日

当前股价：15.57 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.06/-9.21	15.68/15.35	37.67/22.05
12 月最高/最低价 (元)		17.61/10.27
总股本 (万股)		22,324.69
流通 A 股 (万股)		22,322.43
总市值 (亿元)		34.76
流通市值 (亿元)		34.76
近 3 月日均成交量 (万)		686.47
主要股东		
桂林西麦阳光投资有限公司		21.17%

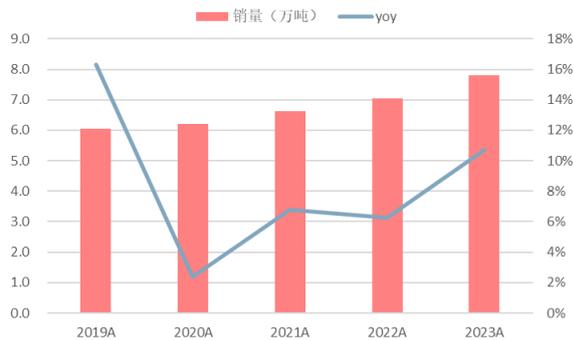
股价表现



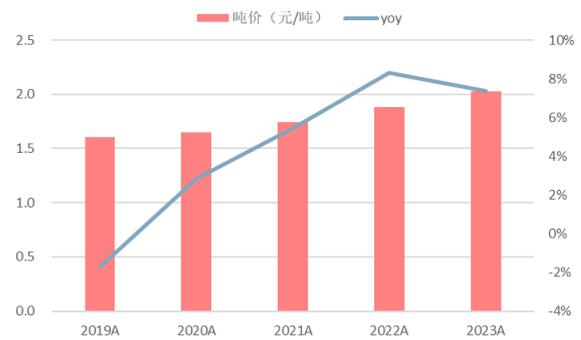
相关研究报告

根据全国连锁店超市信息网数据，24H1 在全国大型超市销售同比下滑的情况下，公司实现在该渠道逆势增长，线下传统渠道增长稳健。同时公司积极零食专营、社区团购、O2O 等新兴渠道，23 年零食渠道销售同比增长超过 180%，24H1 零食渠道销售同比增长超过 130%，O2O 业务 GMV 同比翻倍增长。

线上方面，公司持续探索电商运营打法，加速拥抱抖音等社交电商，后发先至。2023 年公司燕麦产品在京东平台 GM 销售首次超过其他竞品，24H1 淘宝平台 GMV 销售首次超过其他竞品，成为淘宝燕麦制品排名第一的品牌，目前公司在京东、淘系、抖音、快手、拼多多等各主流电商平台销售排名均为燕麦行业第一位。公司 24H1 在抖音平台的冲饮燕麦类目市占率第一，GMV 销售额超 1.9 亿元，同比增长 109%

图表1：西麦食品 19-23 年产品销量及增速


资料来源：公司公告，中信建投

图表2：西麦食品 19-23 年产品及增速


资料来源：公司公告，中信建投

成本红利叠加产品结构优化，利润弹性有望释放

根据公司招股书，燕麦粒占生产成本 35% 左右，以 2023 年公司毛利率为基准，若燕麦粒成本下降 10%，毛利率可提升 1.94pcts，对应毛利润增厚超过 3 千万。当前澳洲燕麦价格已同比下滑，2025 年采购价锁定降幅约 10%，成本端改善趋势明确。通过敏感性测算模型，在燕麦粒价格降幅 0 至 -10% 范围内，燕麦销售单价提升 0 至 3% 范围内，公司毛利率同比提升幅度在 0 至 3.5pcts，利润弹性有望释放，后续关注原料采购价落地节奏及成本优化持续性。

图表3：燕麦粒成本与产品售价对西麦毛利率的敏感性测算

		燕麦销售单价变动幅度					
毛利率变动		-5%	-3%	0%	1%	3%	5%
燕麦粒成本幅度	-15%	0.1%	1.3%	2.9%	3.4%	4.4%	5.4%
	-10%	-0.9%	0.3%	1.9%	2.5%	3.5%	4.5%
	-5%	-1.9%	-0.7%	1.0%	1.5%	2.6%	3.6%
	-1%	-2.7%	-1.5%	0.2%	0.7%	1.8%	2.8%
	0%	-2.9%	-1.7%	0.0%	0.5%	1.6%	2.6%
	1%	-3.1%	-1.9%	-0.2%	0.4%	1.4%	2.5%
	5%	-3.9%	-2.7%	-1.0%	-0.4%	0.7%	1.7%

资料来源：公司招股书，公司公告，中信建投

大健康战略持续推进，健康食品赛道广阔

2024 年 3 月“西麦”品牌创立三十周年庆典上，公司制定并发布了未来的发展战略规划，将继续围绕“健康产业”这一核心发展主线，从燕麦早餐出发，积极布局“燕麦谷物、大健康”两大业务，构建打造燕麦谷物生态圈、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、营销、研发、供应

链四大核心支撑能力。公司通过多种方式横向拓展燕麦谷物市场，开拓大健康新市场，战略并购成都德赛康谷，顺利完成交割，正式迈入酸奶盖燕麦市场。公司与多家企业探索建立深度合作，共同开拓燕麦谷物和大健康市场，推出高钙益生菌蛋白粉、益生菌植物蛋白粉、胶原蛋白肽蛋白粉、红参肽饮、胶原蛋白肽饮等产品，23年末益生菌蛋白粉上市仅4个月，销售额超过1000万元。24年7月公司与外部企业签署战略合作协议，共同推出0蔗糖、0胆固醇、0反式脂肪酸的“西麦纯澳”燕麦奶，公司正式进入燕麦奶赛道。

盈利预测与投资建议：收入端，公司充分受益健康化趋势，长周期稳健增长。公司新品推广速度加快、大健康战略持续推进，公司未来收入增长中枢有望提速。

- (1) 复合燕麦片：公司持续拓宽复合燕麦品类，以五黑、五红为代表，包括牛奶燕麦、中老年燕麦、燕麦+、谷物粉、燕麦主食、功能性食品等，产品更具多样性和普适性，我们预计复合燕麦片系列2024-2026年整体收入增长分别35%/35%/30%。
- (2) 纯燕麦片：纯燕麦片作为公司传统核心大单品，多年表现稳健增速，考虑到公司渠道持续拓宽，我们预计纯燕麦片系列2024-2026年收入增长为15%/12%/10%。
- (3) 冷食燕麦片：参考海外燕麦发展历程，国内燕麦片消费场景呈现出热食到冷食、早餐到休闲场景等扩展趋势，冷食燕麦具备便捷性等优势，短期仍然受饮食习惯的影响，具备长期培育潜力。此我们预计2024-2026年收入增长为23%/25%/20%。

图表4：公司主要产品收入情况及预测

单位：亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	11.54	13.27	15.78	19.80	24.68	30.33
yoy	12.6%	15.1%	18.9%	25.5%	24.6%	22.9%
复合燕麦片	3.67	4.94	6.61	8.92	12.04	15.65
yoy	51.9%	34.4%	33.8%	35.0%	35.0%	30.0%
占比	31.85%	37.21%	41.86%	45.04%	48.78%	51.61%
纯燕麦片	5.73	6.20	6.44	7.41	8.30	8.96
yoy	-1.2%	8.2%	4.0%	15.0%	12.0%	8.0%
占比	49.63%	46.68%	40.83%	37.42%	33.62%	29.55%
冷食燕麦片	1.35	0.98	1.20	1.47	1.84	2.21
yoy	-7.9%	-27.2%	22.0%	23.0%	25.0%	20.0%
占比	11.70%	7.41%	7.60%	7.45%	7.47%	7.29%
其他	0.79	1.16	1.53	2.0	2.5	3.5
yoy	38.6%	46.8%	32.6%	30.5%	25.0%	20.0%
占比	6.81%	8.70%	9.71%	10.10%	10.13%	11.54%

资料来源：公司公告，中信建投

利润端，公司25年燕麦采购价格有望下行，叠加公司产品结构升级，利润弹性释放。我们预计24-26年公司毛利率分别为42.75%/44.35%/44.85%，净利率分别为6.27%/7.05%/7.30%。预计2024-2026年公司实现收入19.8/24.68/30.33亿元，实现归母净利润1.24/1.74/2.21亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

- 1、竞争格局恶化风险：国内燕麦市场集中度低，近年公司市占率持续提升，但仍面临国际品牌如桂格、家乐比，以及新消费品牌如王饱饱、欧扎克等竞争对手的竞争，如果后续竞争格局恶化，可能导致公司盈利表现不及预期。
- 2、原材料价格波动风险：燕麦粒等原材料占公司生产成本的大部分，原材料价格上涨会明显降低企业盈利水平。25 年公司采购的燕麦成本同比 24 年有所回落，若未来原材料价格发生波动，超预期的价格上涨会使得企业盈利不及预期。
- 3、新业务拓展不及预期：公司近年布局的大健康产品线（益生菌蛋白粉、燕麦奶、肽饮等）尚未形成规模，新品市场教育成本可能导致推广难度较大，如果新品推广不及预期可能会拖累公司业绩。

重要财务指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,327	1,578	1,980	2,468	3,033
YOY(%)	15.06	18.89	25.49	24.64	22.87
净利润(百万元)	109	115	124	174	221
YOY(%)	4.33	6.13	7.39	40.05	27.22
EPS(摊薄/元)	0.49	0.52	0.56	0.78	0.99
P/E(倍)	32.69	30.80	28.7	20.5	16.1

资料来源：公司公告，中信建投

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,462.66	1,407.53	1,476.73	1,695.26	2,002.17
现金	411.53	526.23	513.99	615.72	782.12
应收票据及应收账款合	85.86	69.62	119.47	148.91	182.96
其他应收款	9.60	1.99	6.12	7.62	9.37
预付账款	30.66	57.17	62.66	78.10	95.96
存货	153.89	246.38	284.29	344.43	419.40
其他流动资产	771.13	506.14	490.20	500.47	512.35
非流动资产	458.42	602.63	618.65	599.37	540.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	334.89	368.85	410.27	416.40	381.92
无形资产	27.97	41.94	34.95	27.96	20.97
其他非流动资产	95.56	191.84	173.43	155.01	137.17
资产总计	1,921.08	2,010.15	2,095.38	2,294.62	2,542.23
流动负债	500.42	540.26	572.62	697.86	851.32
短期借款	128.05	75.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	236.71	267.13	354.33	429.29	522.72
其他流动负债	135.66	198.12	218.29	268.57	328.60
非流动负债	12.30	11.15	11.13	11.08	11.01
长期借款	0.13	0.15	0.13	0.08	0.01
其他非流动负债	12.17	11.00	11.00	11.00	11.00
负债合计	512.72	551.40	583.75	708.94	862.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	223.28	223.28	223.28	223.28	223.28
资本公积	684.42	682.48	682.48	682.48	682.48
留存收益	500.66	553.00	605.88	679.93	774.15
归属母公司股东权益	1,408.36	1,458.75	1,511.63	1,585.69	1,679.90
负债和股东权益	1,921.08	2,010.15	2,095.38	2,294.62	2,542.23

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	192.34	119.88	222.40	268.07	329.42
净利润	108.78	115.45	123.99	173.64	220.91
折旧摊销	32.03	35.43	83.98	99.28	109.30
财务费用	-10.24	-12.07	-0.18	-1.97	-2.44
投资损失	0.00	-3.64	-3.64	-3.64	-3.64
营运资金变动	86.74	1.53	25.93	8.44	12.96
其他经营现金流	-24.97	-16.82	-7.68	-7.68	-7.68
投资活动现金流	-44.92	98.01	-88.69	-68.69	-38.69
资本支出	107.72	129.41	100.00	80.00	50.00
长期投资	61.05	224.81	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-213.68	-256.20	-188.69	-148.69	-88.69
筹资活动现金流	-40.81	-129.25	-145.95	-97.66	-124.32
短期借款	27.98	-53.05	-75.00	0.00	0.00
长期借款	-0.56	0.02	-0.02	-0.05	-0.07
其他筹资现金流	-68.24	-76.22	-70.92	-97.61	-124.25
现金净增加额	114.51	90.31	-12.24	101.73	166.41

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,327.24	1,578.00	1,980.23	2,468.15	3,032.59
营业成本	755.11	875.03	1,133.73	1,373.58	1,672.54
营业税金及附加	13.39	13.84	18.97	23.64	29.04
销售费用	394.22	496.72	597.59	744.84	921.24
管理费用	80.94	93.05	106.86	145.53	172.75
研发费用	5.71	7.33	8.62	10.74	13.20
财务费用	-10.24	-12.07	-0.18	-1.97	-2.44
资产减值损失	0.00	-0.65	-0.27	-0.34	-0.41
信用减值损失	-0.88	-1.18	-1.13	-1.41	-1.73
其他收益	13.96	18.85	14.31	14.31	14.31
公允价值变动收益	22.23	11.28	11.28	11.28	11.28
投资净收益	0.00	3.64	3.64	3.64	3.64
资产处置收益	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
营业利润	123.40	136.03	142.46	199.26	253.33
营业外收入	0.69	0.21	0.39	0.39	0.39
营业外支出	1.25	1.15	1.03	1.03	1.03
利润总额	122.84	135.09	141.82	198.62	252.69
所得税	14.06	19.64	17.84	24.98	31.78
净利润	108.78	115.45	123.99	173.64	220.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	108.78	115.45	123.99	173.64	220.91
EBITDA	144.63	158.44	225.62	295.93	359.55
EPS (元)	0.49	0.52	0.56	0.78	0.99

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.06	18.89	25.49	24.64	22.87
营业利润(%)	4.08	10.24	4.73	39.87	27.14
归属于母公司净利润	4.33	6.13	7.39	40.05	27.22
获利能力					
毛利率(%)	43.11	44.55	42.75	44.35	44.85
净利率(%)	8.20	7.32	6.26	7.04	7.28
ROE(%)	7.72	7.91	8.20	10.95	13.15
ROIC(%)	16.20	19.04	17.20	23.36	29.21
偿债能力					
资产负债率(%)	26.69	27.43	27.86	30.90	33.92
净负债比率(%)	-20.12	-30.92	-33.99	-38.82	-46.56
流动比率	2.92	2.61	2.58	2.43	2.35
速动比率	2.52	1.94	1.90	1.75	1.67
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.79	0.95	1.08	1.19
应收账款周转率	16.03	23.37	17.62	17.62	17.62
应付账款周转率	4.24	4.91	4.38	4.38	4.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.52	0.56	0.78	0.99
每股经营现金流(最新)	0.86	0.54	1.00	1.20	1.48
每股净资产(最新摊薄)	6.31	6.53	6.77	7.10	7.52
估值比率					
P/E	32.69	30.80	28.68	20.48	16.10
P/B	2.53	2.44	2.35	2.24	2.12
EV/EBITDA	16.71	15.19	12.15	9.08	7.17

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10年证券从业经验。2019年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

研究助理

高畅

gaochang@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk