

2025年03月24日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

燕麦龙头势能向上，内生外延再探空间

—西麦食品（002956.SZ）公司深度报告 买入（维持） 投资要点

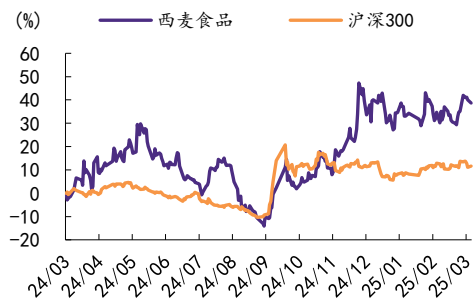
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-03-24

当前股价（元）	16.67
总市值（亿元）	37
总股本（百万股）	223
流通股本（百万股）	223
52周价格范围（元）	10.27-17.61
日均成交额（百万元）	62.89

市场表现



相关研究

- 《西麦食品（002956）：推出员工持股计划，持续落实降本增效》2025-02-19
- 《西麦食品（002956）：业务稳步推进，落实控费提效》2024-10-31
- 《西麦食品（002956）：营收稳健增长，横向拓展谷物盖市场》2024-09-06

国内“燕麦第一股”，主业稳健增长

燕麦龙头西麦食品1994年成立于桂林，深耕燕麦主业，在品类与渠道多元化布局推动下，2023年实现营收15.78亿元，2014-2023年营收CAGR为13%，前期受疫情/原料价格/产能折旧等因素影响，利润短期下滑，伴随规模效应释放/原料成本优化/降本增效推进，盈利能力有望持续向好。

燕麦行业规模超百亿，品类渗透远未见顶

2022年我国燕麦行业规模为102亿元，伴随健康意识提升/老龄化趋势，预计行业维持10%的复合增速。**供给端**：澳麦进口量占我国燕麦总进口量的69%，国内燕麦成本主要受澳麦影响，品牌端行业集中度提升，2023年西麦市占率22.4%位居第一，且持续扩大领先优势。**需求端**：我国燕麦功效教育不足，2023年中国燕麦人均年消费1美元（欧美30美元），伴随渗透率提升与品牌化推广，量价齐增空间充足。

全产业链构建竞争壁垒，业务多元化拓宽规模边界

品牌端：西麦为中国燕麦先行者，通过全产业链布局构建品牌壁垒。**产品端**：复合燕麦增长优化产品结构，后期价增贡献接替量增，产能托底下，热食燕麦兼具刚需属性与上探空间，2024年底澳麦进口价格边际下降，假设原材料成本同降10%，不考虑汇率影响，预计拉动公司毛利率增长2-3pct。**渠道端**：深耕KA渠道，终端强掌控，山东市场优势夯实，华东专项做重点突破，整体通过联合推广助推传统渠道逆势提升，此外通过提前布局充分享受抖音/零食渠道流量红利，预计山姆渠道2025年贡献千万级营收增量。**战略端**：内部开拓大健康业务，风格由稳健切换至积极，外延并购德赛康谷切入谷物盖赛道，河北产线落地将大幅解决其产能瓶颈，2025年预计有积极表现。

盈利预测

公司作为国产燕麦龙头，持续深耕燕麦领域，目前战略风格由稳健变积极，稳定纯燕的同时开拓战略新品，积极导入零食量贩、会员制、抖音电商等渠道，一方面健康消费基本盘提升，另一方面持续抢占桂格等品牌份额，基本面持续向好。预计2024-2026年EPS分别为0.56/0.76/0.88元，当前股价对应PE分别为30/22/19倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、冷食推广不及预期、商超客流量减少等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,578	1,931	2,284	2,646
增长率（%）	18.9%	22.3%	18.3%	15.9%
归母净利润（百万元）	115	125	170	197
增长率（%）	6.1%	8.1%	36.3%	16.1%
摊薄每股收益（元）	0.52	0.56	0.76	0.88
ROE（%）	7.9%	8.3%	10.7%	11.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、国内“燕麦第一股”，主业稳健增长.....	6
1.1、历史沿革：燕麦第一股，全产业链布局.....	6
1.2、股权架构：典型家族企业，管理团队稳定.....	6
1.3、主营业务：围绕燕麦业务，开拓多元化产品及渠道.....	8
1.4、财务分析：营收稳步增长，利润边际改善.....	10
2、燕麦行业规模超百亿，品类渗透远未见顶.....	12
2.1、燕麦行业规模超百亿，健康属性初具认知.....	12
2.2、供给端：澳麦进口体量第一，西麦建立领先优势.....	13
2.3、需求端：品类渗透率远未见顶，存在量价齐升空间.....	15
3、全产业链构建竞争壁垒，业务多元化拓宽规模边界.....	19
3.1、品牌端：中国燕麦先行者，全产业链布局壁垒深厚.....	19
3.2、产品端：兼具刚需属性与上行驱动，原粮成本边际改善.....	20
3.3、渠道端：KA渠道基础扎实，新兴渠道贡献增量.....	24
3.4、内生外延：并购德赛康谷切入谷物盖赛道，大健康战略打开想象空间.....	27
4、盈利预测.....	30
5、风险提示.....	31

图表目录

图表 1：公司历史发展进程与业绩情况.....	6
图表 2：公司股权结构.....	7
图表 3：公司管理层架构.....	7
图表 4：2025 年员工持股计划考核目标与参与员工.....	8
图表 5：公司产品结构.....	8
图表 6：公司分产品结构占比.....	9
图表 7：公司复合燕麦营收增速提升.....	9
图表 8：公司分渠道结构占比.....	9
图表 9：公司直销以及其他渠道增速加快.....	9
图表 10：公司分区域结构占比.....	10
图表 11：公司南区市场增长势能释放.....	10
图表 12：公司 2014-2024Q1-Q3 营收规模与增速.....	11
图表 13：公司 2014-2024Q1-Q3 归母净利润规模与增速.....	11
图表 14：公司 2014-2024Q1-Q3 毛利率.....	11
图表 15：公司 2014-2024Q1-Q3 销售/管理费用率.....	11
图表 16：燕麦品类中外发展历程对比.....	12
图表 17：燕麦分类方式.....	13

图表 18: 中国燕麦产量及进出口量	13
图表 19: 中国燕麦行业市场规模	13
图表 20: 中国燕麦规模分品类占比	13
图表 21: 全球燕麦产量	14
图表 22: 全球主要国家燕麦产量	14
图表 23: 澳大利亚为我国燕麦进口量占比最高的国家	14
图表 24: 中国燕麦平均单产约为全球平均的 1/2	14
图表 25: 中国各地区燕麦厂商分布情况	15
图表 26: 中国燕麦品牌集中度对比其他地区	15
图表 27: 燕麦可融入多种中式烹饪场景	16
图表 28: 燕麦产品不同应用方式	16
图表 29: 燕麦为标准的低 GI 主食	17
图表 30: 全谷物和精制谷物结构	17
图表 31: 西麦推出高纤燕麦麸皮	17
图表 32: 中国与海外国家燕麦人均消费水平	18
图表 33: 我国燕麦规模增长拆分量价测算	18
图表 34: 欧睿为西麦颁发 “中国第一燕麦谷物品牌” 的荣誉	19
图表 35: 西麦分产品营收增速	20
图表 36: 复合燕麦毛利率高于其他品类	20
图表 37: 公司燕麦价增贡献占比逐年提升	20
图表 38: 西麦纯燕产品 2016-2018 年产能利用率	21
图表 39: 西麦复合燕麦产品 2016-2018 年产能利用率	21
图表 40: 2019-2023 年公司推出新品示例	21
图表 41: 2019-2020 年冷燕市场热度迅速提升	22
图表 42: 2021 年后冷食燕麦规模萎缩因素拆解	22
图表 43: 公司河北/江苏/贺州工厂项目建设与产能利用率情况	23
图表 44: 2024 年澳洲燕麦产量边际回升	24
图表 45: 2024 年底中国进口燕麦价格略有回落	24
图表 46: 公司渠道营收占比分布均匀	24
图表 47: 公司分渠道毛利率表现	24
图表 48: 公司分区域营收结构	25
图表 49: 公司 2019-2023 年经销商数量	25
图表 50: 西麦为 2024 年中期抖音 TOP 金品榜第一	26
图表 51: 西麦在线上全平台与细分平台均实现领先	26
图表 52: 西麦在零食量贩渠道的部分产品	27
图表 53: 山姆会员超市门店数量	27

图表 54: 常温酸奶类目品牌排行中嚼拌排名提升	27
图表 55: 蒙牛进场后市占率迅速提升	27
图表 56: 德赛康谷样品展示	28
图表 57: 伊利谷物盖酸奶样图	28
图表 58: 西麦食品研发费用率逐年提升	29
图表 59: 西麦蛋白粉产品	29
图表 60: 公司盈利预测	30

1、国内“燕麦第一股”，主业稳健增长

1.1、历史沿革：燕麦第一股，全产业链布局

国内“燕麦第一股”，全产业链燕麦龙头企业。西麦食品成立于1994年，位于广西桂林，是一家以燕麦谷物健康食品的研发、生产、经营为主导产业的燕麦全产业链公司，2019年深交所上市，为国内“燕麦第一股”。2004/2012年公司贺州/河北工厂建成投产，步入发展快车道，后续江苏工厂、张北工厂陆续开工，公司南北东生产布局进一步完善。2022年南京大健康研究院正式揭牌，总部搬迁至南京。2024年3月，公司并购成都德赛康谷，切入乳品谷物配方赛道，发挥管理、供应链、品牌协同作用，实现燕麦谷物细分领域优势领先。目前公司产业链布局持续完善，产品结构不断丰富，夯实燕麦龙头企业位置。

图表 1：公司历史发展进程与业绩情况

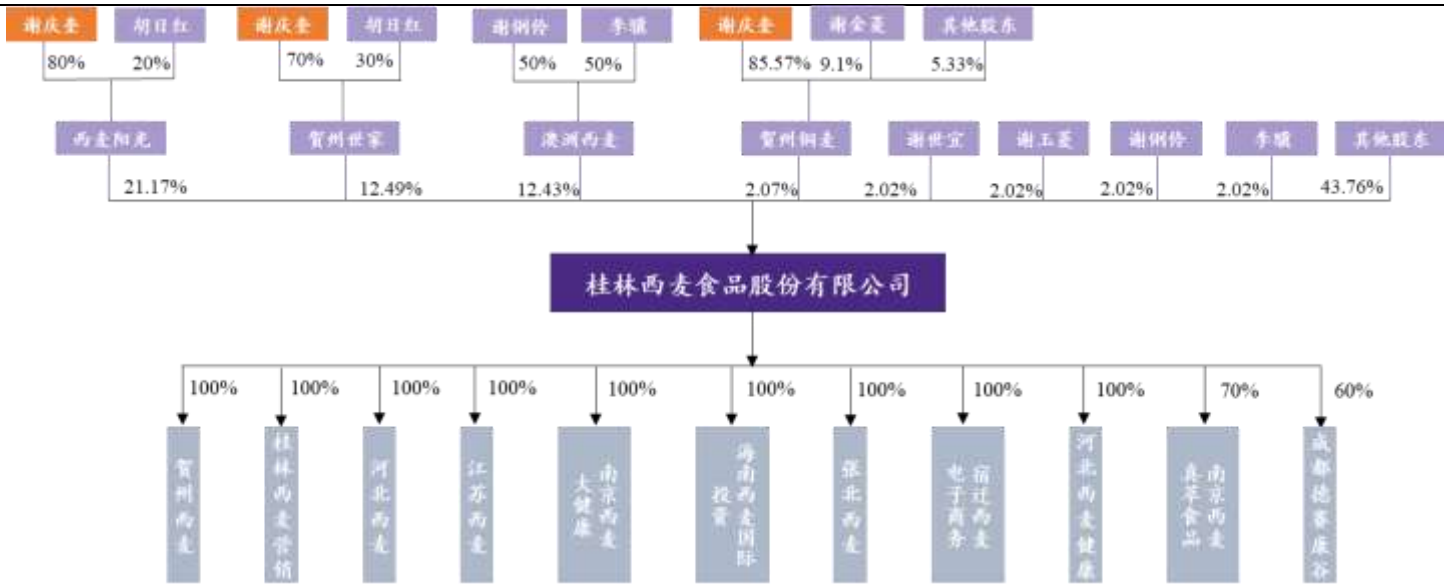


资料来源：WIND，公司官网，华鑫证券研究

1.2、股权架构：典型家族企业，管理团队稳定

西麦为典型家族企业，谢庆奎为公司创始人。创始人谢庆奎间接持有公司约27%的股份，谢庆奎、胡日红、谢金菱、谢俐伶、李骥为实际控制人，其中胡日红与谢庆奎为夫妻关系，谢金菱、谢俐伶与谢庆奎为父女关系，李骥与谢金菱为夫妻关系，整体来看，谢庆奎家族直接或间接持有公司股份约56%。公司旗下有9家全资子公司，其中贺州/河北/江苏西麦分别拥有2.55/4.3/4.3万吨燕麦食品产能，2024年3月公司并购乳品谷物配方公司德赛康谷，持股比例60%，在管理、原料、渠道等方面进行持续赋能。

图表 2：公司股权结构



资料来源：WIND，华鑫证券研究

公司管理层团队稳定，总经理战略布局清晰。创始人谢庆奎为公司董事长，其女儿谢金菱为董事、董秘，2023 年 8 月其女婿孟祥胜接棒谢庆奎出任公司新总经理，此前孟祥胜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，管理经验丰富，上任后明确西麦战略规划，即围绕健康事业主线布局燕麦谷物和大健康两大主导业务，产业布局愈加积极。

图表 3：公司管理层架构

姓名	职务	任职日期	年龄	持股数（万股）
谢庆奎	董事长, 董事	2017.3	74	0.00
谢金菱	董事, 副总经理, 董事会秘书	2017.5	48	0.00
孟祥胜	总经理	2023.8	53	0.00
张志雄	财务总监	2017.5	50	3.01

资料来源：wind，华鑫证券研究

推出 2025 年员工持股计划，考核目标较为稳健。2025 年 2 月公司推出 2025 年员工持股计划（草案），规模不超过 220.26 万股，占总股本的 0.99%，参与员工总数不超过 62 人，其中董监高共计 1 人，考核目标为以 2024 年营收为基准，2025-2027 年复合增长率不低于 15%，员工持股计划的推出将有效提升员工工作积极性，同时业绩考核目标制定稳健，有助于推动公司经营平稳向上。

图表 4：2025 年员工持股计划考核目标与参与员工

解锁期	业绩考核目标	
第一个解锁期	以公司 2024 年营业收入为基准，公司 2025 年营业收入增长率不低于 15%	
第二个解锁期	以公司 2024 年营业收入为基准，公司 2026 年营业收入增长率不低于 32.25%	
第三个解锁期	以公司 2024 年营业收入为基准，公司 2027 年营业收入增长率不低于 52.09%	
员工	拟持有股数（万股）	占持股计划的比例（%）
财务总监张志雄	5	2.27
核心骨干人员（61 人）	175.6271	79.74
预留份额	39.6329	17.99

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.3、主营业务：围绕燕麦业务，开拓多元化产品及渠道

深耕燕麦主业，拓展“大健康”领域。公司深耕燕麦谷物市场，主要产品包括纯燕麦（纯燕、有机、燕麦麸皮等）、复合燕麦片（牛奶燕麦、中老年燕麦、燕麦+、谷物粉等）、冷食燕麦（烘焙燕麦、减脂燕麦等）三类，主要原料为优质澳大利亚燕麦，公司目前已在澳大利亚建立稳定采购渠道，降低气候等不确定因素的影响，同时开发国内有机燕麦供应商，拓展多元化采购渠道。此外，公司基于燕麦主业，围绕“大健康”板块推出多肽蛋白粉等高附加值产品，通过纵向挖掘与横向拓展的方式持续丰富产品矩阵。

图表 5：公司产品结构

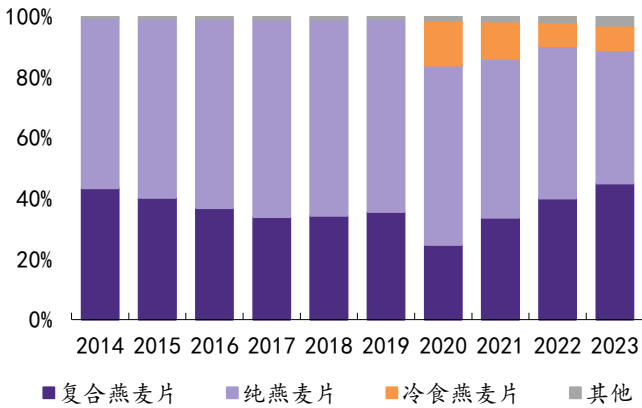
纯燕麦	图例					
	产品	燕麦有机燕麦片（罐装）	即食纯燕麦片（罐装）	快煮燕麦片（罐装）	快煮燕麦片（袋装）	即食燕麦片（袋装）
	价格	39.9元/880g	25.9元/1kg	28.5元/1kg	16.9元/1kg	15元/1kg
复合燕麦	图例					
	产品	高钙牛奶燕麦片	红枣牛奶燕麦片	五黑谷物燕麦片	高钙五谷粗粒燕麦片	奇亚籽豆乳燕麦片
	价格	21.9元/392g	22.3元/560g	18.5元/520g	24.9元/420g	18.9元/280g
冷食燕麦	图例					
	产品	酸奶块果粒燕麦脆	50%水果坚果燕麦脆	酸奶块果粒燕麦脆	红茶莓莓烘焙燕麦片	空气全麦脆
	价格	27.9元/350g	19.9元/350g	19.9元/350g	34.9元/200g	23.9元/400g

资料来源：天猫官网，华鑫证券研究

燕麦+驱动复合燕麦势能释放，产品迭代优化矩阵。2014-2019 年公司主要依靠主打纯燕产品驱动营收增长，2020 年公司顺应行业趋势布局冷食燕麦完善产品矩阵，2021 年公司

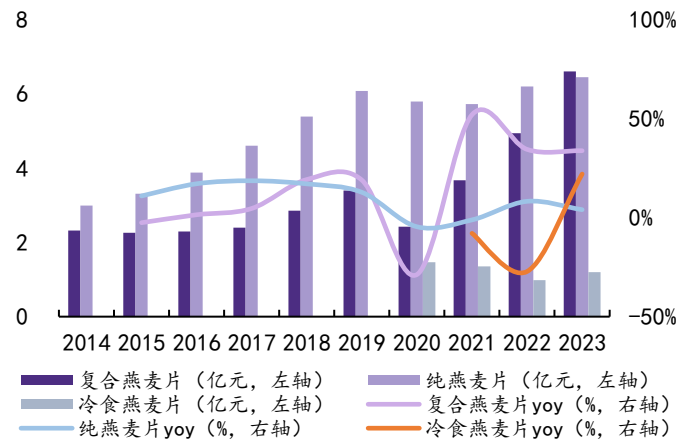
推出高纤黑麦燕麦片、奇亚籽混合谷物燕麦片等燕麦+系列复合燕麦新品，通过综合健康属性与口味优化实现快速放量，后续公司针对复合产品启动“清洁标签”计划，产品推新叠加老品改良持续获得市场正向反馈，2020-2023年复合燕麦营收CAGR达40%，2023年复合燕麦营收占比为42%，首次高于纯燕（2023年营收占比41%）。后续叠加抖音、零食量贩等渠道驱动，预计产品势能持续释放。

图表 6：公司分产品结构占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

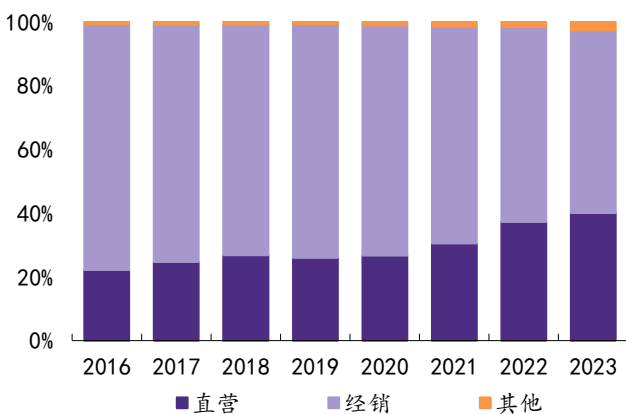
图表 7：公司复合燕麦营收增速提升



资料来源：WIND，华鑫证券研究

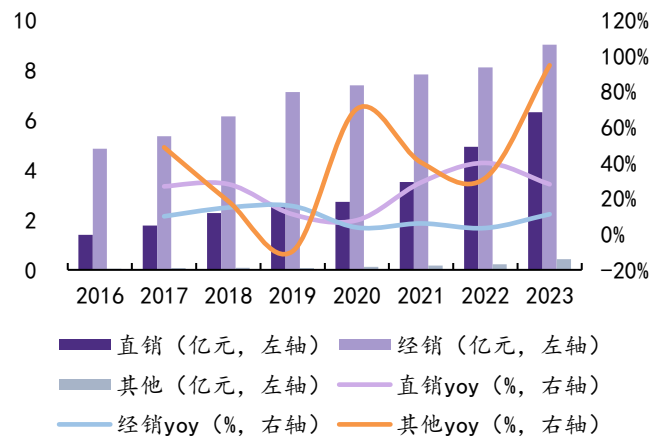
夯实传统线下商超渠道，积极开拓新兴渠道增量。公司深耕线下商超 KA 渠道，经销网络全国布局，具备深厚的渠道基础，同时公司不断开拓电商、零食量贩、会员制超市等新兴渠道，直销渠道营收占比持续提升，2023年公司直销/经销营收占比分别为40%/57%。公司通过挖掘空白市场、联合下游渠道做营销引流等方式夯实传统商超渠道，另一方面积极发挥抖音等兴趣电商的渠道溢出效应放大品牌认知度，拥抱零食量贩等渠道开拓增量，实现市场渗透率提升。

图表 8：公司分渠道结构占比



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

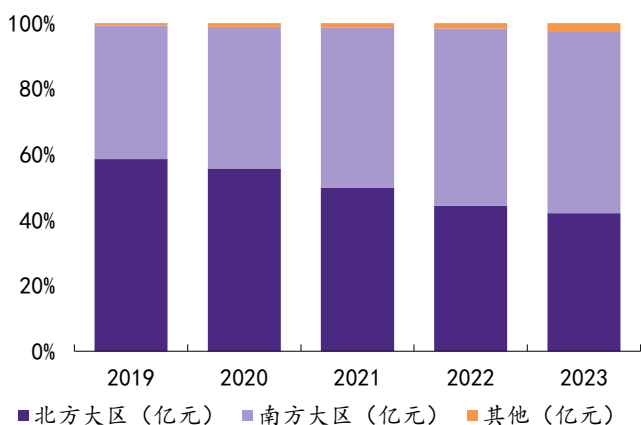
图表 9：公司直销以及其他渠道增速加快



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

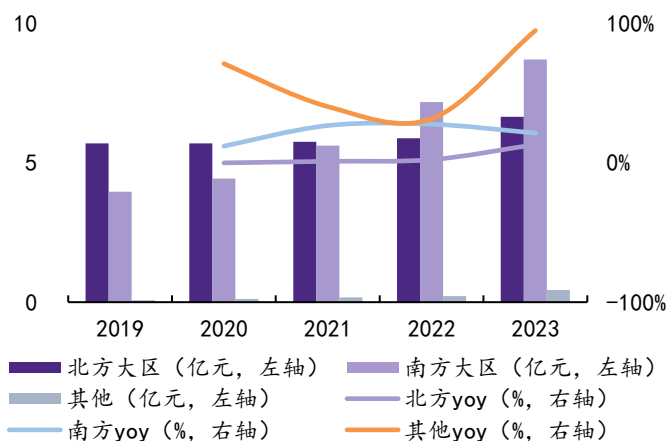
北方区域基础扎实，南方市场潜力释放。北方市场开拓较早，市场渗透率较高，以山东、河南为代表的优势市场开拓充分，北方市场体量 2019-2023 年营收维持在 6 亿元左右的水平，公司针对华东区域做专项建设，继续挖掘下沉市场空间。南方大区近年来增势明显，营收从 2019 年的 3.96 亿元增长至 2023 年的 8.70 亿元，4 年 CAGR 为 22%，2023 年南区营收占比达 55%，公司后续针对南区福建、广西等市场做资源支撑，加强精细化管理，进一步做市场提升。

图表 10：公司分区域结构占比



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 11：公司南区市场增长势能释放

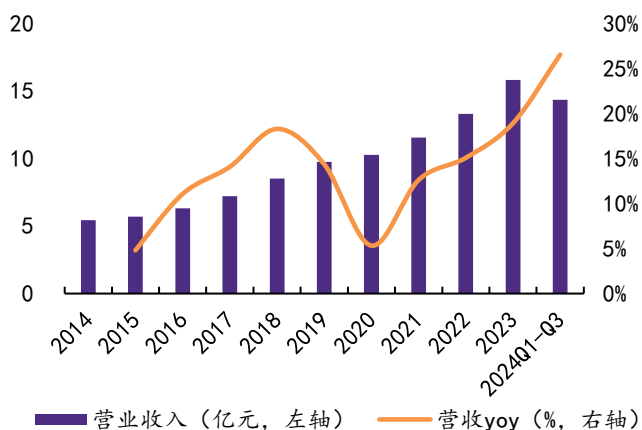


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.4、财务分析：营收稳步增长，利润边际改善

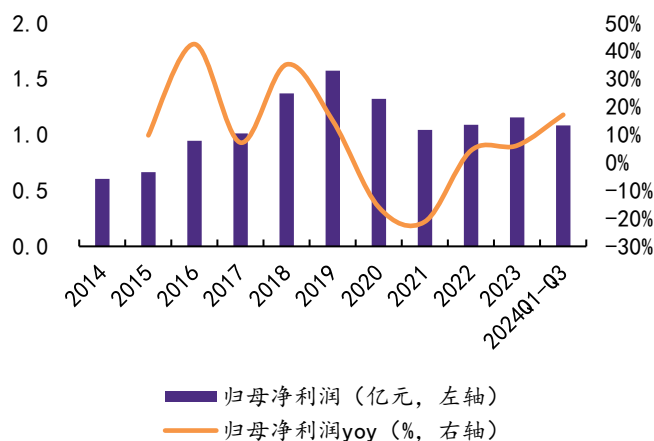
公司营收稳步增长，利润边际回升。营收端来看，公司营收从 2014 年的 5.42 亿元上升至 2023 年的 15.78 亿元，9 年收入 CAGR 为 13%，作为国内燕麦龙头，公司通过推动产品渠道协同创新，采取积极主动的营销策略，不断扩大营收规模。**利润端来看**，2014-2019 年公司归母净利润 CAGR 为 21%，随营收规模增长同步提升，2019-2021 年受疫情扰动、原材料价格上涨、折旧摊销等多重因素的影响，归母净利润有所承压，2021 年以来消费回暖，利润端表现企稳，随着公司产品结构优化、规模效应释放，叠加澳麦原粮成本下降等利好催化，盈利能力有望持续回升。

图表 12: 公司 2014-2024Q1-Q3 营收规模与增速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

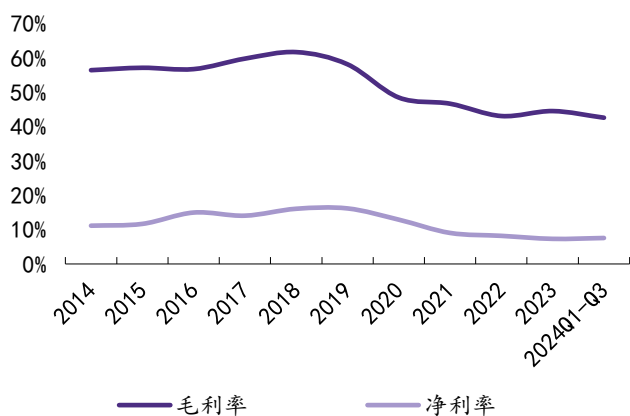
图表 13: 公司 2014-2024Q1-Q3 归母净利润规模与增速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

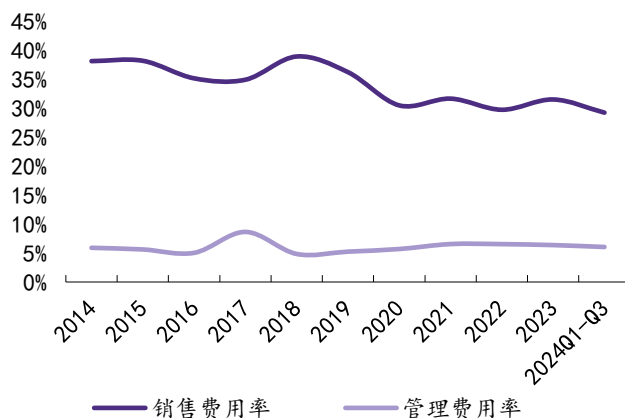
毛净利率水平有所下滑, 费用率水平整体保持平稳。毛净利率端来看, 从 2019 年至 2023 年, 公司毛利率下滑一方面系运输费用调整至营业成本致使口径变化, 另一方面也受燕麦原材料价格上涨, 低毛利抖音渠道、零食量贩渠道放量影响, 净利率与毛利率基本保持同步变化。费用率方面, 管理费用率水平整体保持稳定, 销售费用率从 2014 年的 38% 下降至 2024Q1-Q3 的 29%, 主要系统计口径变化与规模效应释放所致, 公司推进降本增效, 宿迁二期建成后自动化设备优化生产成本、鹤州 PET 厂中厂节约物流费用、原辅料替换采购, 预计费用率仍有优化空间。

图表 14: 公司 2014-2024Q1-Q3 毛利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 15: 公司 2014-2024Q1-Q3 销售/管理费用率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2、 燕麦行业规模超百亿， 品类渗透远未见顶

2.1、 燕麦行业规模超百亿， 健康属性初具认知

燕麦功效性在欧美得到广泛认可，健康属性在国内具备基础认知。1997 年美国食品与药品监督管理局 FDA 研究称燕麦中的β-葡聚糖具备降低胆固醇、预防心血管疾病的功效，自此燕麦实现欧美市场深度渗透。20 世纪 90 年代，伴随规格、雀巢进入中国市场，本土燕麦品牌成立，品牌推进市场营销，叠加燕麦作为“粗粮”的健康属性在我国具备一定认知度，代品牌完成初期消费者教育，燕麦食品开始起量。但消费者对于燕麦“低 GI”、“高纤维”等具体功效的认知仍相对不足，根据食品生物技术与大健康平台调研，了解“低 GI”概念的人数占比样本仅为 14.02%，从未听说的群体占比达 54.21%。

图表 16：燕麦品类中外发展历程对比



资料来源：头豹产业研究院，华鑫证券研究

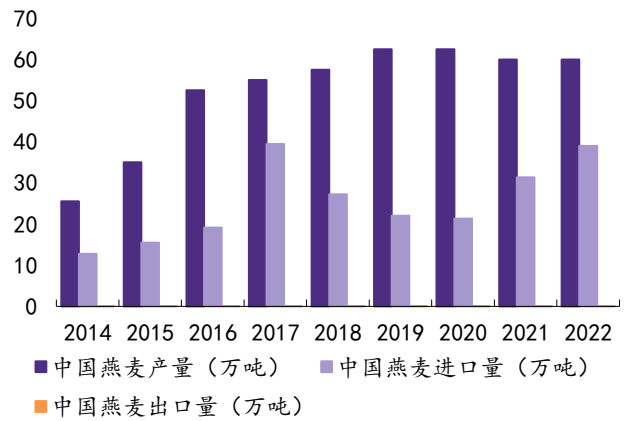
纯燕麦产品对原料品质要求高，国内绝大部分产品采用进口原粮。燕麦食品加工工艺丰富，按照产品品类划分，燕麦食品可分为热食（包括纯燕、复合燕麦）与冷食燕麦，一般来说纯燕麦产品的营养价值更高，加工程度更低，因此产品的口感更多取决于原料质量，对于原料要求更高，也是品牌端打造高品质定位的展示窗口。从燕麦原粮角度来看，可依据种子带壳与否分为皮燕麦与裸燕麦两种类型，其中皮燕麦广泛分布于海外各国，我国主要种植裸燕麦，二者在营养价值、口感、升糖指数方面各有优劣，我国燕麦种植业处于起步阶段，目前市面上绝大部分产品为进口皮燕麦。

图表 17: 燕麦分类方式

按燕麦的加工分类	按产品品类分类	按食用方式分类
生燕麦 指未经加工的燕麦粒以及经过碾压、切粒等物理处理后的燕麦产品。包括整粒燕麦、胚芽燕麦米、钢切燕麦、生燕麦片等。	纯燕麦 不添加其他食材或添加剂只包含纯燕麦的产品，包括纯燕麦片、有机麦片燕麦麸皮等。	传统燕麦 燕麦直接压成片状不进行预煮处理的燕麦片产品。此类燕麦片需经较长时间煮热后方可食用。
熟燕麦 指经过烘焙、高温熟压等工艺处理后的燕麦产品，包括即食燕麦片、燕麦谷物圈、复合燕麦、燕麦条等。	复合燕麦 添加其他食材或者添加剂的燕麦产品，包括牛奶燕麦燕麦谷物、中老年麦片、高蛋白麦片等。	快煮燕麦 经过一定程度的燕麦、压片和干燥处理的燕麦片产品食用时需再次进行烹煮。
	休闲燕麦 加工后得到的功能性麦片包括烘焙燕麦片、减脂燕麦水果燕麦、早餐燕麦等。	即食燕麦 经过压片和预煮处理的燕麦片产品，食用时无需再煮，只需加入热水或牛奶即可直接食用。

资料来源：头豹产业研究院，华鑫证券研究

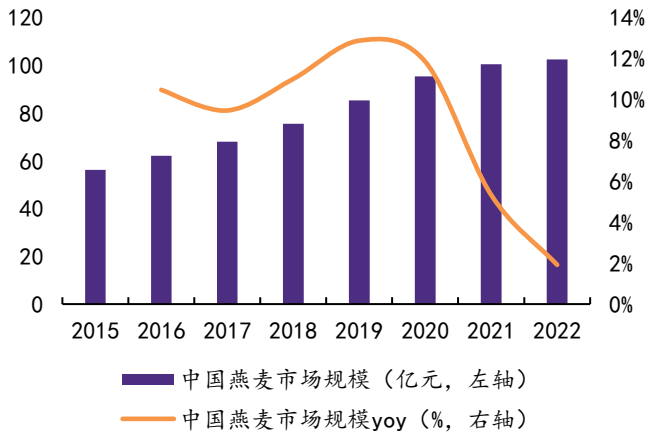
图表 18: 中国燕麦产量及进出口量



资料来源：智研咨询，华经产业研究院，华鑫证券研究

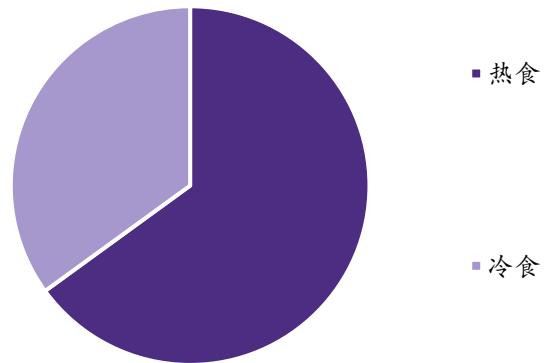
燕麦行业市场规模超百亿，复合增长率预计延续 10%。我国燕麦食品分类来看，热食/冷食燕麦分别占比 65%/35%，2022 年我国早餐燕麦市场规模超 102 亿元，2015-2022 年 CAGR 为 9%，随着消费者健康意识提升与老龄化趋势加重，中国燕麦食品市场规模持续扩大，预计后续行业增速相较之前仍有进一步提升，假设中国燕麦市场规模以 10% 的增速持续扩张，预计 2025 年有望突破 130 亿元。

图表 19: 中国燕麦行业市场规模



资料来源：华经产业研究院，快消八谈，华鑫证券研究

图表 20: 中国燕麦规模分品类占比

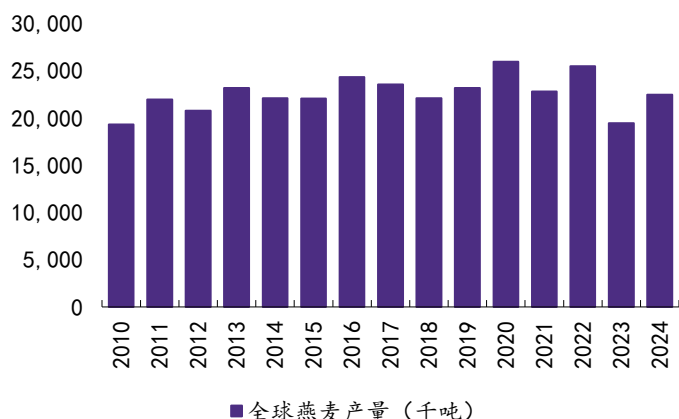


资料来源：光年生物，华鑫证券研究

2.2、供给端：澳麦进口体量第一，西麦建立领先优势

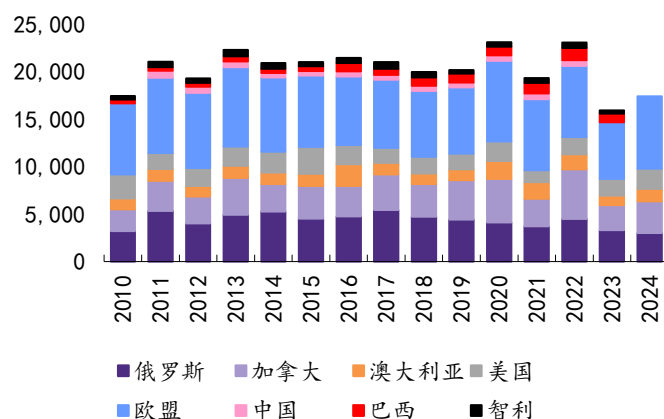
全球燕麦产量周期波动，俄罗斯/加拿大/澳大利亚为主要种植区域。2010-2024 年期间，全球燕麦产量围绕 2200 万吨上下周期浮动，2024 年产量约为 2249 万吨（同增 16%），主要受气候、种植面积等因素影响，全球燕麦主要产地包括俄罗斯、加拿大、澳大利亚等国家，其中澳大利亚、中国燕麦产量处于稳步增长态势。

图表 21：全球燕麦产量



资料来源：WIND，华鑫证券研究

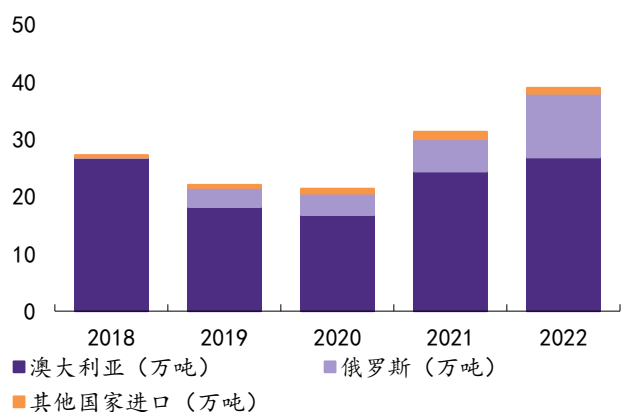
图表 22：全球主要国家燕麦产量 (千吨)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

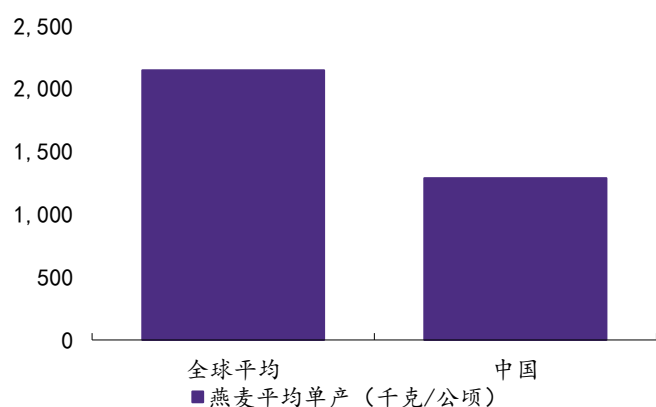
澳麦凭借先发优势及关税优惠成为中国进口燕麦体量第一，俄麦进口近年来持续提速。中国燕麦产业处于起步阶段，受制于气候、机械化程度限制，目前国产燕麦单产为全球平均的 1/2，单价为进口燕麦到岸价的近 2 倍，因此，国内燕麦依赖进口。其中澳洲/加拿大/俄罗斯为中国主要进口国家。1988 年澳大利亚成为首个对华出口燕麦的国家，占据先发优势，2015 年《中澳自由贸易协定》签署，取消原定 2% 的燕麦关税，凭借稳定的政治关系与优惠关税政策，澳洲成为中国燕麦进口体量第一的国家，2022 年进口量占比达 69%。近年来由于地缘政治等因素，中国对俄进口燕麦体量迅速提升至第二位，2022 年进口量占比 29%，但俄麦口感及营养成分相对欠佳，且品质稳定性弱，多用于低端燕麦产品加工。

图表 23：澳大利亚为我国燕麦进口量占比最高的国家



资料来源：中俄粮油网，智研咨询，华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 24：中国燕麦平均单产约为全球平均的 1/2



资料来源：晋新农社，华鑫证券研究

中国燕麦品牌 CR3 超过 50%，且集中度仍稳步提升。2013/2023 年中国燕麦品牌 CR3 分别为 43.6%/51.3%，市场集中度相对较高，且头部品牌仍持续提升份额，而 2023 年美国/日

本 CR3 分别为 66.1%/79.8%，中国相比燕麦市场成熟国家来看仍有提升空间，海外高集中度的原因在于：1) **品牌**：美国家乐氏、桂格等巨头通过垂直整合控制从种植到加工的全链条，长期打造品牌文化符号，日本卡乐比引领日本“早餐革命”，快速占领市场。2) **原料**：美国为主要燕麦种植国家之一，国内自给率高构成成本优势，日本对上游燕麦种植端提供补贴，降低本土企业原料成本。3) **政策**：美国政策与资本推动头部企业并购，头部零售商均通过家乐氏等龙头燕麦企业代工的方式打造自有品牌。

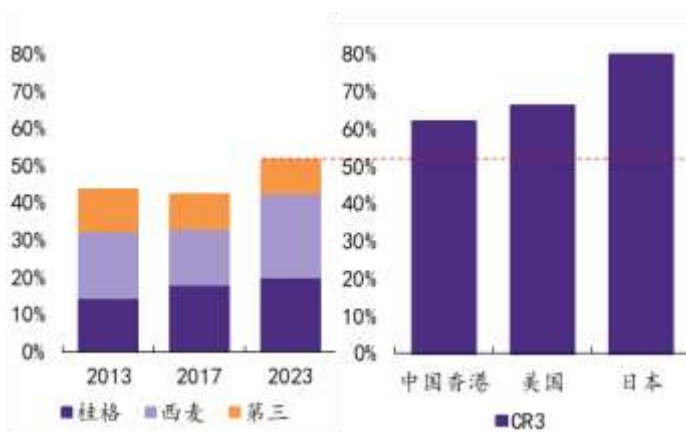
近年来西麦食品市占率反超桂格位居第一，未来仍有区域深耕与并购空间。我国燕麦第一梯队为以西麦、桂格为代表的传统燕麦企业，除此之外包含王饱饱、欧扎克等本土新兴品牌与雀巢、家乐氏等老牌海外燕麦龙头，2023 年西麦/桂格市场占有率分别为 22.4%/20%，锁定前二位置，并与其他品牌逐渐拉开差距，其中西麦 2021 年以 14.81% 的市占率反超桂格成为全国第一，未来伴随国内薄弱区域开发与收并购拓展，公司有望持续巩固龙头位置。

图表 25：中国各地区燕麦厂商分布情况



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

图表 26：中国燕麦品牌集中度对比其他地区



资料来源：国际金融报，光年生物，西麦食品招股说明书，华鑫证券研究

2.3、需求端：品类渗透率远未见顶，存在量价齐升空间

作为典型“舶来品”，市场对燕麦品类的发展空间存在担忧，比如消费场景拓展、品类空间天花板、难以替代传统谷物等问题，然而我们认为纯燕、复合燕麦渗透率远未见顶，消费者认知培育仍有巨大发展空间。

问题一：燕麦产品无法突破早餐场景、老年人消费群体？

受制于消费者认知，早餐场景仍待开发。燕麦在我国未跨越从“粗粮”到“健康符号”的

进阶，前面分析提到，国内前期缺少权威医疗机构或营养学会认证与宣传，我国大部分消费者对于燕麦的认知停留在“粗粮”，而并未准确知道其核心功效（如降血糖、调节肠道等），因此仍有老年人等相关特殊需求群体未将燕麦纳入日常饮食列表，也存在消费者仅了解燕麦食用方式为“冲泡”，实际上燕麦可融入中式烹饪（如焗炒、煲汤等），随着燕麦科普性宣传进一步深入，早餐场景仍有较大渗透空间。

燕麦品类开发丰富度提升，消费场景与消费人群覆盖率持续提升。燕麦作为基础食品原料之一，近年来已有多种不同的加工方式将其应用在丰富的消费场景，本身传统的纯燕产品针对的中老年人群体在我国占比逐年增加，此外，燕麦奶饮品，目前逐步推广应用至咖啡固定搭配，或者燕麦能量棒/燕麦蛋白粉，推广应用至健身群体等，未来燕麦产品将向“精准营养”和“全场景渗透”延伸，覆盖更细分人群与场景，打开行业增长空间。

图表 27：燕麦可融入多种中式烹饪场景



资料来源：暖暖的味道官微，华鑫证券研究

图表 28：燕麦产品不同应用方式

类别	产品形态	消费场景	消费人群
基础食品类	纯燕麦	家庭早餐、代餐	家庭主妇、中老年人
	复合燕麦	代餐、非正餐	都市白领、学生党
饮品与冲调类	燕麦奶	咖啡伴侣	咖啡爱好者
	燕麦谷物粉	婴幼儿辅食、烘焙原料	母婴家庭、烘焙爱好者
	燕麦蛋白粉	运动后营养补充	健身爱好者、运动员
零食与功能食品类	燕麦能量棒	户外徒步、健身	运动爱好者、登山者
	冷食燕麦	追剧休闲、社交分享	Z世代、年轻女性

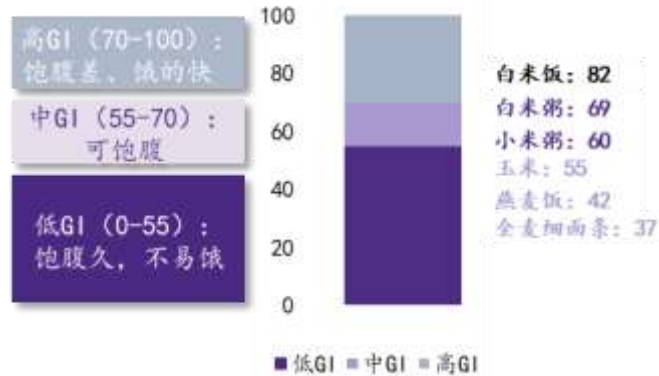
资料来源：华鑫证券研究

问题二：燕麦无法替代中国传统谷物？

燕麦增长主要依靠生态卡位，而非针对传统谷物的此消彼长。由于我国长远历史文化积淀了深厚的关于大米、小米的主食记忆，因此燕麦在我国渗透率提升的逻辑并非依靠品类替代，而是场景与需求生态的错位竞争，一方面燕麦富含β-葡聚糖，依靠显著的“低GI”优势，为糖尿病、“三高”人群等有降糖需求群体的**刚性主食需求**；另一方面，市面上的快煮/即食纯燕麦片大大缩短了烹饪时间，仅需煮食三分钟甚至开水冲泡即可食用，满足打工一族快节奏要求。

抢占高端健康市场，下沉市场空间充足。燕麦产地限制下价格明显高于传统主食，西麦纯燕产品平均价格在 25-30 元/kg，为大米/小米价格仅为 6-7 元/kg，因此燕麦前期消费者主要分布于我国高净值人群，通过场景错位做消费者教育，通过中高端健康市场自上而下做渗透，未来随着全民健康意识提升、城市化进程推进，下沉市场空间充足。

图表 29：燕麦为标准的低 GI 主食

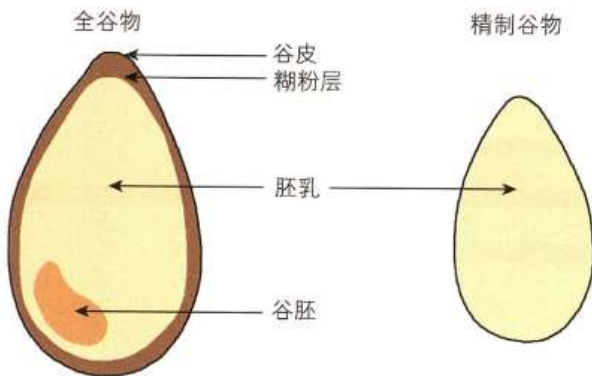


资料来源：医学界健康科普，华鑫证券研究

问题三：燕麦口感不好压制规模天花板？

口感差等刻板印象的存在主要系市面存在低品质燕麦产品，通过原料品质筛选叠加工艺提升可解决适口性问题。燕麦作为“粗粮”，不同于米面会经过砬谷脱壳、碾去皮层，燕麦会更多保留完整的胚芽、胚乳、麸皮等结构，因此口感相对粗糙，同时市面上仍存在大量品质较低、加工工艺粗糙的燕麦产品，致使消费者对品类产生排斥。目前包括西麦等品牌已经推出高纤燕麦麸皮，通过皮芯分离技术获取最外层 0.22mm 的表皮，最大程度调整适口性，冲泡后口感表现顺滑。

图表 30：全谷物和精制谷物结构



资料来源：《中国居民膳食指南》（2022），华鑫证券研究

图表 31：西麦推出高纤燕麦麸皮

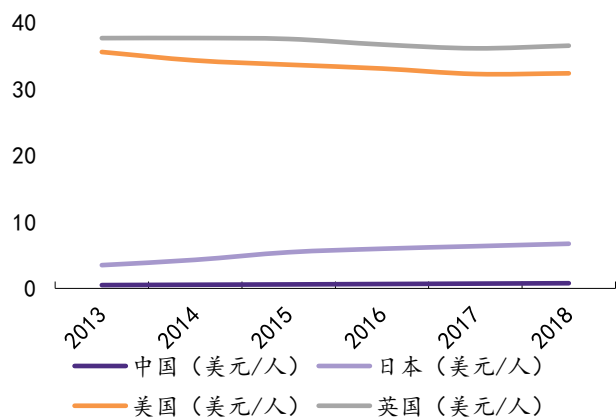


资料来源：西麦燕麦，华鑫证券研究

我国燕麦人均消费水平远低于典型燕麦消费国家，经过测算，我国燕麦消费量、均价有进一步提升空间。在典型的欧美发达国家，燕麦人均年消费额稳定在 30 美元上下，与之对比，2023 年我国的燕麦人均消费额约 1 美元，远低于欧美发达国家。而与我国居民饮食习惯相近的日本和中国香港地区，燕麦的人均消费水平为 6 美元左右，也远高于我国同期

水平。从量的角度来看：根据中国农村科技数据，目前我国燕麦片人均年消费量为 0.90kg，远低于燕麦主要消费国，但我国人口基数庞大，人均消费上升 0.1kg，全国增加至少 14 万吨燕麦需求，对应增长约 11 亿元规模，前面我们分析认为，燕麦场景与人群开发仍处于初期，未来量增空间充足。从价的角度来看，根据前述数据测算，我国燕麦人均消费产品单价约为 1.1 美元/kg，远低于西麦代表产品纯燕单价（约为 3.6-4.0 美元/kg），因此随着头部品牌产品推广、与燕麦品类结构优化，燕麦客单价或将进一步拔升。

图表 32：中国与海外国家燕麦人均消费水平



资料来源：西麦食品招股说明书，华鑫证券研究

图表 33：我国燕麦规模增长拆分量价测算

	人均燕麦年消费量 (kg/人)	0.86	0.87	0.88	0.90	0.92	0.93	0.95
人均燕麦年客单价 (美元/人)	变动率	-5%	-3%	-2%	0%	2%	3%	5%
1.06	-5%	92	94	95	97	99	100	102
1.08	-3%	94	96	97	99	101	102	104
1.09	-2%	95	97	98	100	102	103	105
1.11	0%	97	99	100	102	104	105	107
1.13	2%	99	101	102	104	106	107	109
1.14	3%	100	102	103	105	107	108	110
1.17	5%	102	104	105	107	109	110	113

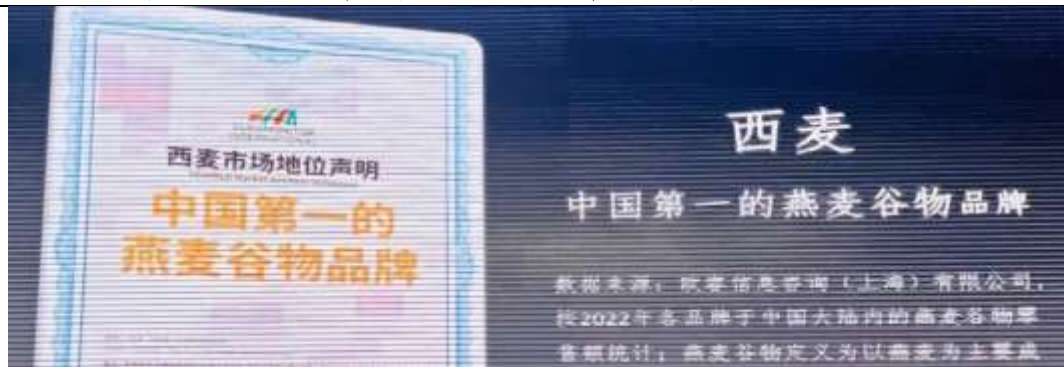
资料来源：快消八谈，中国农村科技，华鑫证券研究
注：表格内数据为我国燕麦市场规模测算值，假设我国人口为 14.08 亿人（增长率为 0%）、美元兑人民币汇率为 7.23。

3、全产业链构建竞争壁垒，业务多元化拓宽规模边界

3.1、品牌端：中国燕麦先行者，全产业链布局壁垒深厚

公司为中国燕麦先行者，欧睿颁发“中国第一燕麦谷物品牌”的荣誉。1994年西麦品牌创立，次年推出西麦阳光早餐产品，成为中国推广燕麦食品的先行品牌，2019年公司作为“中国燕麦第一股”登陆深交所，上市以来公司坚持精耕市场，突破海外成熟品牌的竞争，登顶行业龙头位置。2023年欧睿国际通过案头研究与数据库比对，对燕麦谷物市场进行整体摸排，最终为西麦颁发中国第一的燕麦谷物品牌。

图表 34：欧睿为西麦颁发“中国第一燕麦谷物品牌”的荣誉



资料来源：西麦人，华鑫证券研究

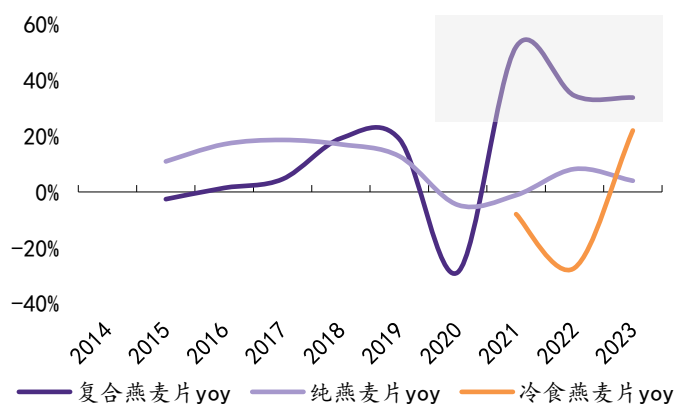
全产业链布局基础扎实，复盘网红品牌更迭更为凸显西麦品牌壁垒深厚。2018年前后王饱饱开辟冷食燕麦代餐市场，通过线上全域高频次推广迅速打开年轻消费者认知，2021年成为“互联网麦片第一品牌”，此外好麦多、欧扎克等线上新兴品牌也此期间在不断冲击公司地位。而随着资本及各类新兴品牌迅速涌入，品类逐渐陷入同质化竞争，2021Q1/Q2王饱饱线上成交额分别下滑48%/58%，前期涌入的企业逐渐出清，产品逐渐回归至西麦等具备品牌力基础的企业。主要原因在于：1) 大部分线上品牌均为代工生产模式，资本介入后再进行供应链布局，而西麦作为全产业链公司，在原料掌控、工艺迭代、盈利空间上均显著优于网红代工品牌。2) 前期兴起的冷食企业大多通过线上推流提升短期体量，不具备线下大规模铺货能力，西麦通过长期线下渠道掌控打造消费者心智，逐步构建起强品牌壁垒。

3.2、产品端：兼具刚需属性与上行驱动，原粮成本边际改善

3.2.1 热食燕麦兼具刚需属性与上探空间，预计中长期贡献公司主要增量

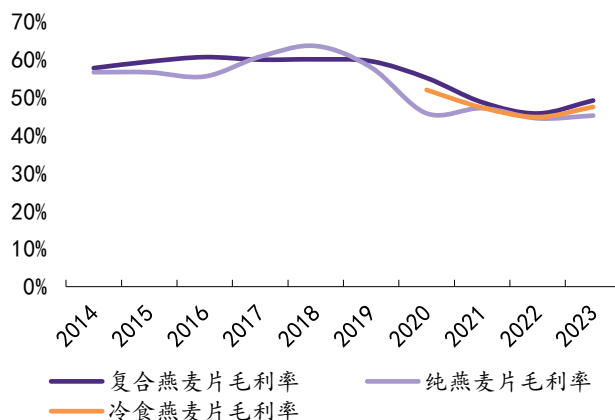
价增贡献接替量增，产品矩阵持续丰富。公司前期深耕纯燕产品，2014-2019 年营收稳定增长 10%以上，2020-2021 年短暂受疫情冲击，阶段性同比下降，2022 年以来随着渠道拓展、市场下沉，纯燕规模重回增长；2018 年以来，公司加大复合燕麦新品开发，伴随河北、江苏西麦产能投产，复合燕麦进入增长快车道，由于其产品毛利率高于整体，公司产品结构持续优化，拆分量价来看，公司燕麦主营业务价增贡献占比逐年提升；2020 年公司切入市场需求，进军冷食燕麦品类，2021-2022 年受市场热度回落影响，营收体量下降，公司后续将冷燕作为补齐产品矩阵细分板块做常规跟进。

图表 35：西麦分产品营收增速



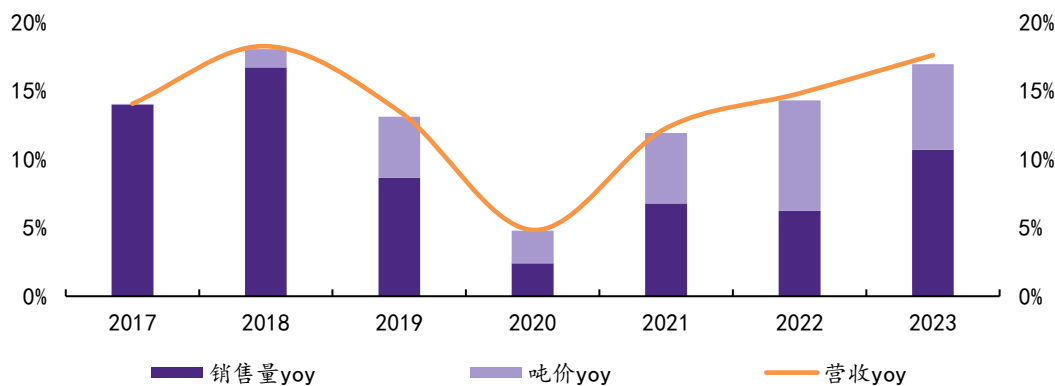
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 36：复合燕麦毛利率高于其他品类



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 37：公司燕麦价增贡献占比逐年提升

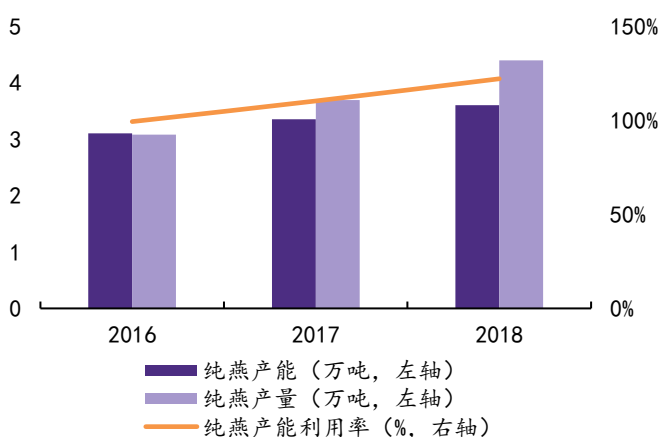


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

纯燕产品具备一定刚需属性，产能瓶颈突破后发力品类教育上探空间。前期公司纯燕产品受限于产能瓶颈，2017/2018 年公司纯燕产品产能利用率突破 100%，分别为 110%/122%，随着 2020-2021 年江苏西麦一期、河北西麦燕麦食品产业化项目建设完成，解决前期产能瓶颈问题，2024 年贺州二期竣工投产，张北国产燕麦基地开工，宿迁二期在建，产能供应充足。未来公司纯燕品类的增长在于：1) 产品基础客户群体多，一定程度上属于刚性的需求，同时纯燕更能体现原料优势，消费者粘性强。2) 品类教育仍存空间，公司计划联合行业机构做概念教育，通临床验证强化“低 GI”概念传播。

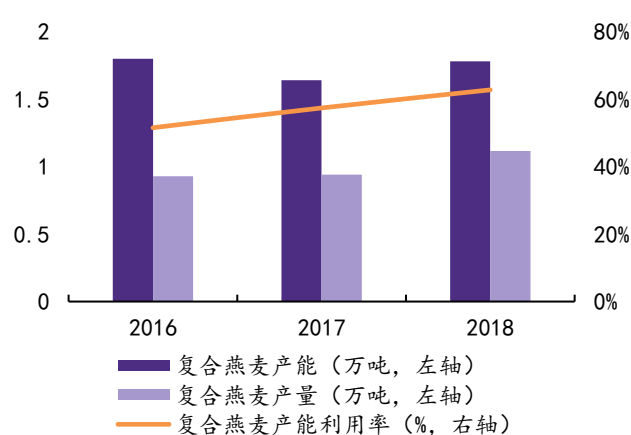
复合燕麦在健康属性的基础上实现口感优化，新品迭代与渠道渗透助推品类保持高速增长。上市以来，公司推出多种“燕麦+”复合产品，即通过纯燕麦片添加各种其他谷物，丰富产品营养属性，奇亚籽、五黑、五红等产品自带清洁标签，推出后市场接受度较高。在推新的同时，公司积极优化原有品项，推出以轻卡 0 添加牛乳燕麦片为代表的冲调类产品，2019-2022 年，公司每年分别开发上市 30/86/97/73 款 sku，保持高频率更新迭代。复合燕麦与纯燕均属于热食品类，健康属性突出，但在纯燕的基础上通过多种原料配方搭配等方式优化口感，拓宽消费人群与消费场景。2022-2023 年公司针对零食量贩渠道推出多款散称包装规格，预计随着零食量贩等新兴渠道开拓与品牌市占率提升，复合燕麦在中长期仍贡献公司主要增量。

图表 38：西麦纯燕产品 2016-2018 年产能利用率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 39：西麦复合燕麦产品 2016-2018 年产能利用率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

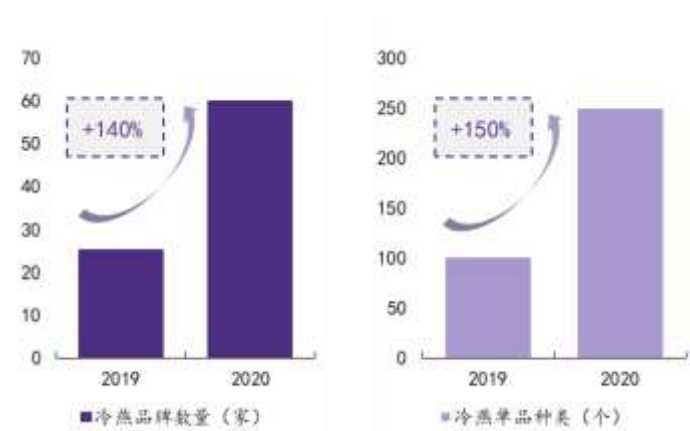
图表 40：2019-2023 年公司推出新品示例

年份	部分新品	数量
2019 年	奇亚籽混合谷物燕麦片，高纤黑麦燕麦片，热带水果酸奶燕麦脆，多种莓果酸奶燕麦脆，麦脆果萃系列燕麦片等	开发 20 款新品，上市 30 个 SKU
2020 年	红豆薏仁燕麦粉、黑芝麻桑葚燕麦粉、益生元多肽燕麦粉、麸皮产品等	开发、升级完成 44 个项目，上市 86 个 SKU。
2021 年	5 黑谷物燕麦片、5 红谷物燕麦片、高纤燕麦麸皮、多种坚果燕麦、红豆薏仁粉等	共开发、升级完成 97 个 SKU。
2022 年	即食啵啵粥、藕粉、芝麻糊、咸味果蔬燕麦片、散称新品（包装更新）等	共开发、升级完成 73 个 SKU。
2023 年	燕麦片亚麻籽可可粉、猴头菇山药玉米糊、八珍燕麦片、奇亚籽糙米藜麦燕麦片等	-

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

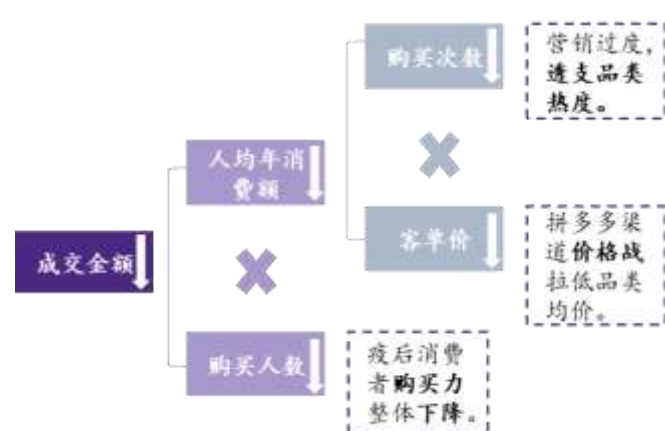
短期营销透支冷燕热度，行业出清后公司跟进结构性机会。早期燕麦市场缺乏主导品牌且品类处于快速迭代期，传统燕麦由于口感问题致使年轻人接受度较低，在王饱饱的带动下，2019/2020年，冷食燕麦销售额同比增速分别为188%/134%，西麦2020年切入冷食燕麦，并实现营收1.47亿元。而短期内的高频率营销透支品类热度，复盘冷食燕麦从需求爆发到迅速萎缩的过程，其深层逻辑在于：1)冷燕原料除了燕麦外还包括酸奶、果干等高热量成分，实际功效与其核心卖点“减脂”相冲突，品类逻辑脆弱。2)冷燕主打高端价格带定位高端白领，且作为休闲食品可选属性较强，疫后居民消费力下滑削弱品类需求。市场供给逐渐出清后，竞争环境逐渐好转，公司做为拥有较深品牌力基础的国民品牌，有望借助认知度优势实现稳定增长，预计在部分高势能渠道存在结构性机会。

图表 41：2019-2020 年冷燕市场热度迅速提升



资料来源：木丁市场研究，华鑫证券研究

图表 42：2021 年后冷食燕麦规模萎缩因素拆解



资料来源：华鑫证券研究

3.2.2 四大生产基地布局完善，提前锁定澳麦进口价格低位

公司建立从采购到销售的全产业链布局。西麦是中国燕麦行业唯一全产业链的 A 股上市公司，燕麦食品作为原料依赖型行业，拥有采购议价话语权尤为重要，公司燕麦产区全球布局，拥有澳洲绿色燕麦专属农场、中国张北坝上有机燕麦基地、呼伦贝尔绿色燕麦基地，深度控制上游。生产方面，公司全国布局生产基地，拥有广西贺州，河北定兴、张北，江苏宿迁—南北东四大生产研发基地，通过工艺升级、多品类布局可实现原粮加工得率高于竞对 3%-5%，规模化生产建立综合成本优势。

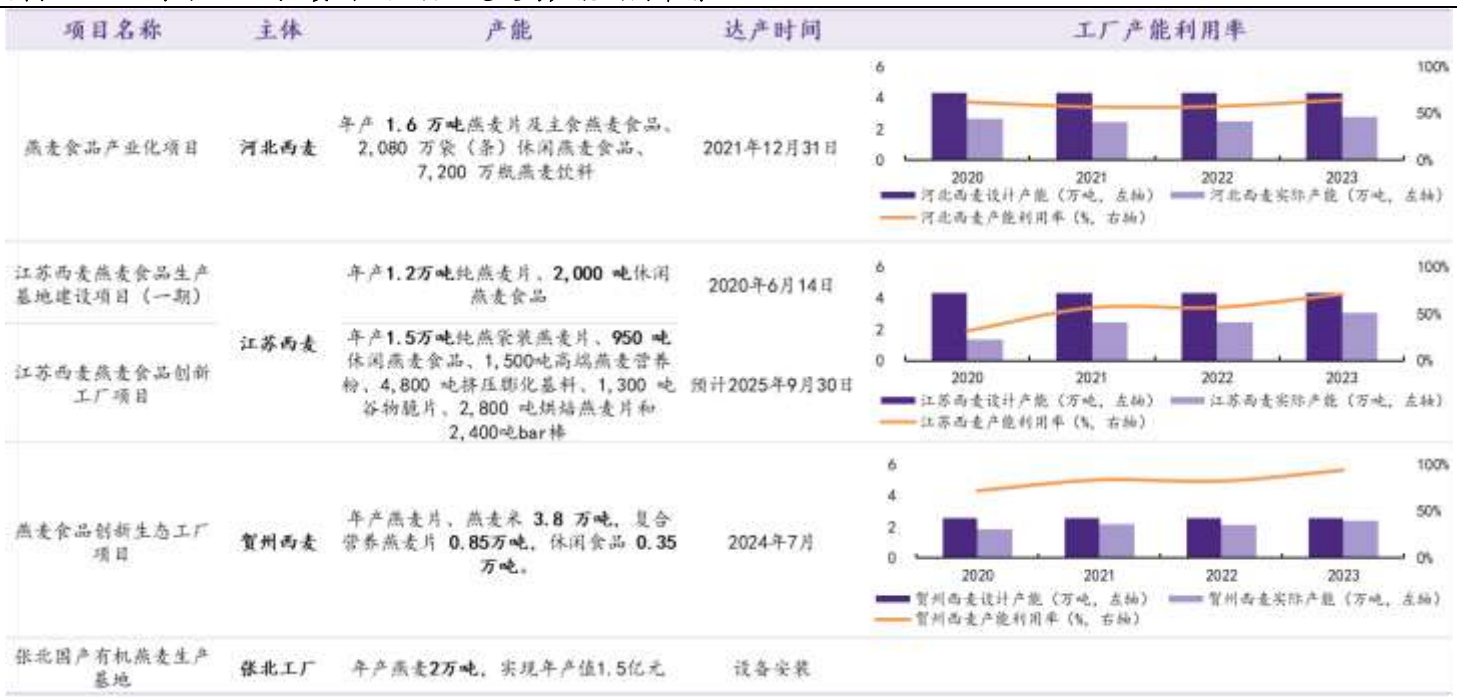
西麦食品 2023 年燕麦设计产能为 11.15 万吨，且持续推进产能扩张：

- 2004 年贺州生产基地建成，由于厂区建设较早，设备、产能均受制约，公司 2022 年对原厂区进行改造扩建，并于 2024 年 7 月建成投产，二期项目将原有的 2 个车间 16 条产线扩展到 4 个车间 31 条产线，2023 年贺州工厂产能为 2.55 万吨，产能利用率已达 94%，新项目将明显缓解主产区生产压力，产能爬坡结束后，工厂每年可生产燕麦制品 5 万吨，产值可达 10 亿元，进一步释放规模效应，降低生产成本；
- 公司上市后开展“燕麦食品产业化项目”与“江苏西麦燕麦产品生产基地建设项目”，一方面提升主食燕麦生产能力，另一方面拓展燕麦食品全品类的研发能力，

2023年公司河北/江苏工厂的产能均为4.3万吨每年，随着公司主营业务推进，产能利用率分别提升至64%/71%，生产效率持续优化。

- 为配合公司“大健康”战略，2024年3月公司在宿迁投资“西麦大健康食品项目”，主要产品包括燕麦谷物功能性主食、蛋白粉、小分子肽、保健食品等，围绕燕麦产品横向延伸，打开增长想象空间，同年4月张北国产有机燕麦生产基地开工，推进公司原料采购多元化进程。预计今年年中宿迁二期投产，产线自动化水平提升，生产效率有望进一步提升。

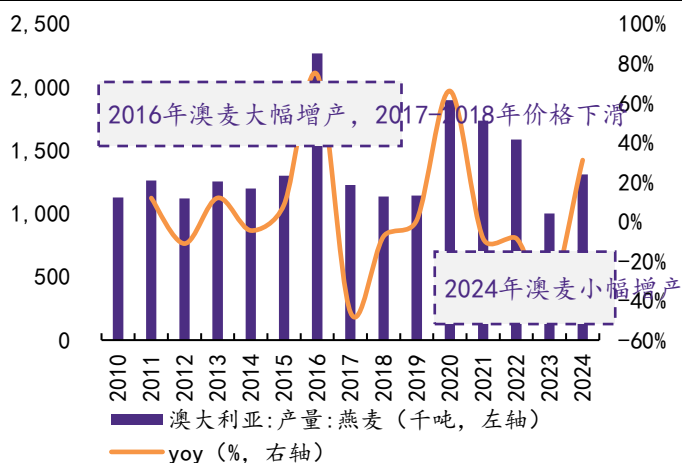
图表 43：公司河北/江苏/贺州工厂项目建设与产能利用率情况



资料来源：公司公告，西麦食品招股说明书，西麦人公众号，美丽张北公众号，华鑫证券研究

深度掌握上游澳麦原料议价权，原料价格同降 10%预计将释放 2-3pct 的毛利率。公司自成立起一直引进优质的澳大利亚燕麦作为主要原料，经过长期采购实践，已在澳大利亚建立稳定采购渠道，公司年均进口澳麦量约占全国进口量的 50%，通过规模化采购深度掌握上游原材料采购议价权。近年来公司拓展原料多元化，尝试引进俄罗斯燕麦与国产有机燕麦，不过综合考虑原料品质/口感/成本等因素，澳麦原粮综合表现最优，目前公司燕麦原料中澳麦占比在 90%以上。为拉平成本周期波动影响，公司建立 3 万吨筒仓提高原料储存量，基本可实现半年周期原料用量储存。2021 年以来澳麦原粮价格进入上行区间，公司毛利端持续承压，2024 年澳麦产量增加，因此年底澳洲供应商意向价格转向，若原料成本同比下降 10%，假设澳麦成本占比 30%，将对毛利率有 2-3pct 的正贡献。

图表 44：2024 年澳洲燕麦产量边际回升



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 45：2024 年底中国进口燕麦价格略有回落

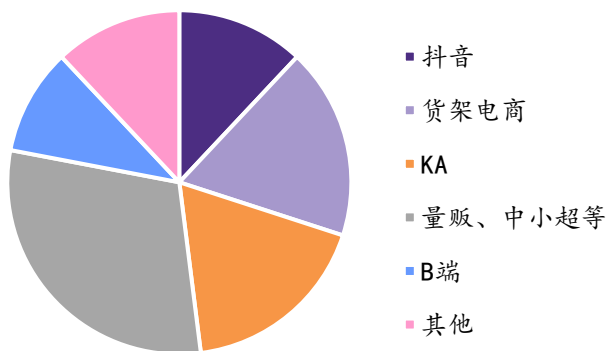


资料来源：WIND，华鑫证券研究

3.3、渠道端：KA 渠道基础扎实，新兴渠道贡献增量

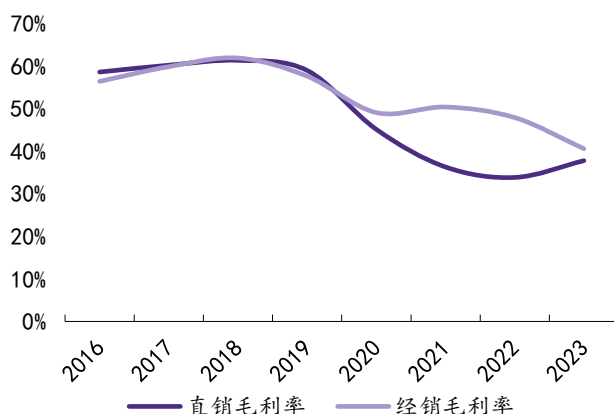
经销渠道业绩韧性强，直营渠道维持高增。西麦早期深耕线下经销渠道，传统商超上架及铺货率较高，2020 年疫情后，传统商超流量下降，渠道变革加速，公司在行业整体萎缩的情况下依旧保持经销渠道逆势增长，展现出强势的业绩韧性。随着抖音、零食量贩渠道兴起，公司直营模式营收规模快速提升，目前渠道分布均匀。而低毛利抖音销售占比的提升使得直营渠道毛利率大幅下滑，2023 年，由于公司产品结构优化叠加规模效应释放，直营毛利率边际增长 4pct，后续伴随公司经营效率提升、原材料成本下降，预计渠道盈利能力持续企稳回升。

图表 46：公司渠道营收占比分布均匀



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

图表 47：公司分渠道毛利率表现



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.3.1 传统渠道：强掌控终端市场扎实，联合推广助推渠道规模逆势提升

经销渠道采取强掌控终端模式，公司在商超流量下滑趋势下仍实现逆势增长。公司对于线下终端采取强掌控模式，经销商铺货后由公司直接对接终端营销，通过零售终端对接会等方式巩固线下客群，营销队伍执行力强，市场基础扎实。2024 年以来公司开始逐渐放权给区域经销商做联合推广，并与终端商超联合投流增加产品漏出。除公司端发力外，传统商超也在积极开展调改自救，注重精细化选品、推进供应链建设，公司在强品牌基础上，有望在商超选品环节充分受益，存量业务维持稳健增长。分区域来看：

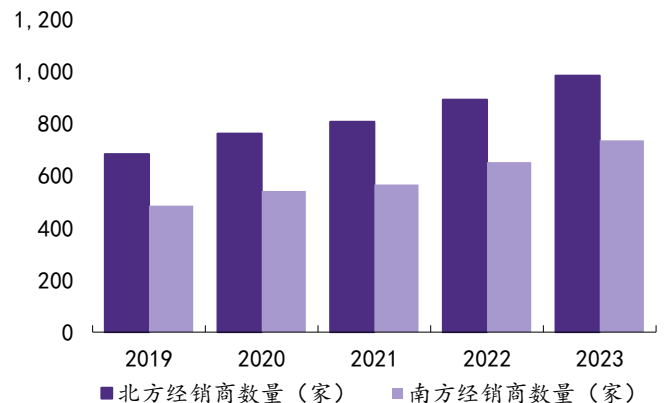
- **北区：**山东市场由于燕麦产业集群分布密集，且早期营销队伍狼性，逐渐打造为公司标杆市场，公司市占率达 50%，伴随下沉市场开拓，山东市场 2024 年高基数下仍实现规模提升，未来计划通过新品类拓展新渠道与消费人群做内延式增长，夯实竞争优势。
- **南区：**华东的江浙沪地区为竞对桂格强势区域，公司 2023 年 5 月开展华东专项，从苏中/苏南重新进入大润发渠道，从农村包围城市，与竞对错位竞争，专项行动效果显著，2024 年江苏收入体量同增 20% 以上。华南市场作为特区进一步加大资源投入，优先规模扩张，2024 年广东市场市占率已提至前三。整体来看，南区近年来迅速扩张，且西南等市场仍存大量空白，随着区域布局策略成效显现，南区有望延续增势，收入体量仍有翻倍空间。

图表 48：公司分区域营收结构



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 49：公司 2019-2023 年经销商数量



资料来源：WIND，华鑫证券研究

展望未来：由于传统线下渠道易守难攻，且公司强掌控终端的模式对于竞对来说复制难度高，公司经过 20 多年持续投入建立扎实的渠道基础，华东、华南重点区域持续突破，KA 等线下渠道有望持续维持竞争优势。

3.3.2 电商渠道：抖音渠道溢出效应释放，线上全平台市占率领先

围绕抖音做费用强投放，线上全平台与细分平台体量全方位领先。市场流量逐渐向线上渠道转移，公司围绕抖音做强投放，加大品牌露出，充分承担新品推广功能，拓展年轻消费群体。抖音渠道进驻较早，充分享受渠道流量红利，旗舰店自 2021 年 3 月上线以来高速增长，保持燕麦品类类目第一，2023 年获抖音平台“黑马奖”，GMV 销售额超 3 亿元

(同增 70%)，同年公司燕麦产品在京东平台 GMV 销售首次超过竞品成为第一，2024 年天猫平台追平桂格，至此公司做到线上全平台与细分平台全方位领先。

短期抖音重心仍为规模提升与品牌打造，同步调整运营节奏、改善盈利。公司充分发挥抖音的渠道溢出效应，围绕重要时间节点加大渠道投放，从直播侧加强自播能力与内容创作，提升自然流量，从而降低运营费用。在营销重点上，公司进行月度策略调整，把握量价节奏。2025 年公司针对抖音的运营重心仍为规模提升，同时争取盈利能力改善，目前抖音渠道红利仍处于快速释放中，预计电商渠道领先优势持续拉开。

图表 50：西麦为 2024 年中期抖音 TOP 金品榜第一



资料来源：快销品网，华鑫证券研究

图表 51：西麦在线上全平台与细分平台均实现领先



资料来源：食业家，星图数据，华鑫证券研究

3.3.3 新兴渠道：零食量贩持续挖掘中尾部品牌+打磨新品，山姆为 2025 年增量渠道

除了传统 KA 外，公司积极布局零食量贩、O2O、便利店、山姆等新兴线下渠道，近两年新渠道为公司贡献增长动能：

零食量贩：2023 年公司与零食很忙达成战略合作，后陆续进入万辰系品牌，产品以冲泡类小包装产品为主，一方面包括经典原味燕麦片、即食燕麦片等纯燕与复合燕麦产品，另一方面持续开发猴头菇山药玉米糊、水果坚果藕粉等其他休闲零食产品线。2023 年公司零食渠道收入同增 200%-300%，2024 年同比预计延续高增。目前零食量贩渠道行至半程，门店仍有开店空间，叠加公司继续开拓中腰尾部区域品牌，根据渠道特性导入新品类，渠道潜力依然充足。

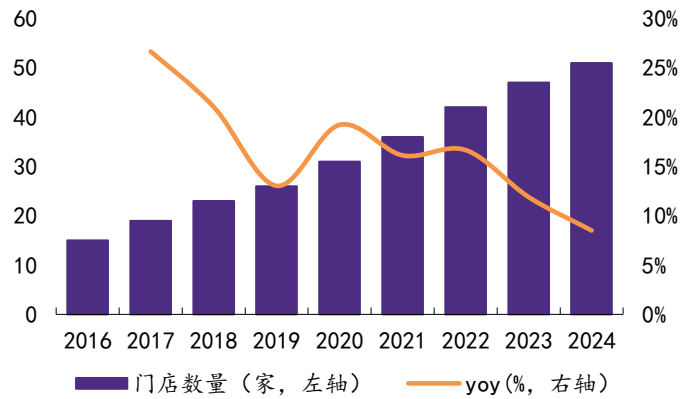
山姆等会员制渠道：以山姆为代表的会员制商超通过仓储合一实现低于传统大卖场的运营成本，近年来山姆快速推进全国化扩张，处于红利快速释放期，由于选品机制严格，山姆渠道可为进入的品牌提供背书作用。2025 年 2 月公司燕麦粥产品导入山姆渠道，月销爬坡期实现百万以上体量，目前正在打磨第二款产品，今年将作为纯增量渠道助推业务规模释放。

图表 52: 西麦在零食量贩渠道的部分产品



资料来源: 草根调研, 华鑫证券研究

图表 53: 山姆会员超市门店数量



资料来源: 观点, 新零售, 零售圈等, 华鑫证券研究

3.4、内生外延：并购德赛康谷切入谷物盖赛道，大健康战略打开想象空间

3.4.1 德赛康谷：并购切入谷物盖赛道，产能释放后市场空间充足

2024 年 3 月 28 日公司控股德赛康谷，正式进军谷物盖赛道。

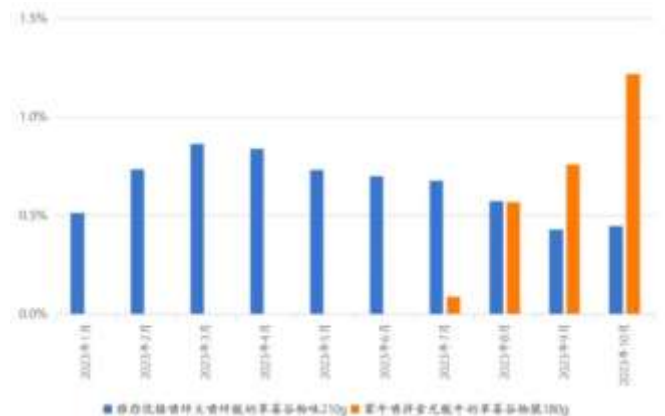
谷物盖酸奶促进品牌联营模式，国内起步较晚，属于典型增量市场。欧美市场 2010 年前后出现乳品品牌和其他品类品牌联营，比如达能与家乐氏、雀巢与 MM 豆，2016 年西域春上市中国第一款谷物盖酸奶，2023 年新小莓依靠“嚼拌酸奶”迅速成长，后续蒙牛、伊利等头部品牌介入。在常温酸奶缩量的背景下，谷物盖酸奶快速起步，2024 年市场体量为 3-4 亿元，目前渗透率极低，属于典型增量市场。

图表 54: 常温酸奶类目品牌排行中嚼拌排名提升

2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
安慕希	安慕希	安慕希	安慕希	安慕希	安慕希	安慕希
纯甄	纯甄	纯甄	纯甄	纯甄	纯甄	纯甄
莫斯利安	莫斯利安	莫斯利安	莫斯利安	莫斯利安	莫斯利安	莫斯利安
简醇	简醇	简醇	嚼拌	嚼拌	嚼拌	嚼拌
认养一头牛	认养一头牛	嚼拌	简醇	简醇	简醇	简醇
嚼拌	嚼拌	认养一头牛	认养一头牛	认养一头牛	妙奇	妙奇
开啡尔	欧亚	欧亚	欧亚	妙奇	认养一头牛	认养一头牛
科迪	科迪	科迪	燕塘	古城	妙飞	妙飞

资料来源: 马上赢情报站, 华鑫证券研究

图表 55: 蒙牛进场后市占率迅速提升



资料来源: 马上赢情报站, 华鑫证券研究

市场优质产能供不应求，2024 年德赛康谷客户端顺利引进龙头乳企伊利。由于谷物盖行业质检要求严格，在霉菌、异物控制等方面对于设备精确度要求高，且作为 B 端行业，原料成本控制严格，因此市场资质达标的参与者较少，优质产能供不应求。2017 年德赛康谷成立，专注谷物配方解决方案，目前行业参与者除公司外，还包括华贝特、五谷食尚等。德赛康谷为市场上最早一批引进高精度产线的公司，积累了一批核心客户，包括乐纯、西域春等乳品企业，前期受资本、产能体量拖累，项目承接能力受限。2024 年公司于保定、宿迁工厂新建产线，并与伊利顺利达成合作，目前持续沟通蒙牛、君乐宝等新客户。

西麦并购后将在资本、产能、供应链方面全面赋能，预计 2025 年谷物盖业务有翻倍空间。公司战略为围绕燕麦主线做横向扩张，因此并购德赛康谷切入谷物盖细分赛道，在资本、产能、供应链上全面赋能：1) 并购后快速注入资本解决德赛的资金瓶颈；2) 利用公司河北冷食产线为德赛新建车间、开辟产线；3) 整合上游供应链，扩大德赛成本优势，且为其带来品牌背书。2024 年德赛康谷并表千万级营收，但整体产能仍无法完全承接客户需求，河北产线投产后，德赛将成为国内酸奶谷物盖产能最大供应商，且公司在品质占优的情况下，借助成本优势实现报价低于竞对，客户开拓优势明显，预计 2025 年体量仍有积极表现。

图表 56：德赛康谷样品展示



资料来源：西麦人，华鑫证券研究

图表 57：伊利谷物盖酸奶样图



资料来源：伊利天猫旗舰店，华鑫证券研究

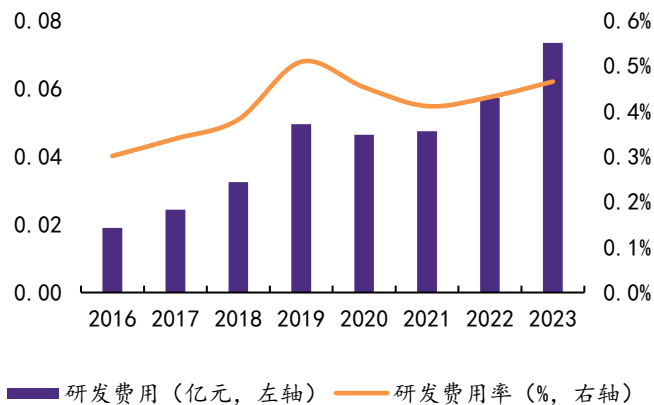
3.4.2 大健康战略：开拓大健康业务，实现积极风格切换

三十周年庆典发布“大健康”战略，计划三年释放规模。2024 年公司在三十周年庆典暨战略发布会上正式发布大健康战略，该战略与燕麦主业并行，立足现有优势分层拓展：1) 基于燕麦题材，聚焦肠道健康、心脑血管等具体课题做营养研究，提取生物肽多糖等营养成分开发控糖功效。2) 围绕中老年人、三高人群、慢性病人群开发燕麦外的营养成分。3) 进入精准营养食品领域，比如药食同源、中式养生。战略整体分三步走：2024 年打造基础，包括前端市场、产品、技术、后端组织人才建设等，2025 年重心转为市场开拓，2026 年开始释放规模。

经营风格由稳健转为积极，蛋白粉切入强势 KA 渠道放量。公司前期始终聚焦大单品战

略，经营风格较为稳健，此次“大健康”战略发布标志公司经营由保守逐渐转为积极，研发投入力度明显提升。后端团队来看，公司成立新营销中心，先从总部搭建人才队伍，规模扩张后进一步分渠道细化架构；前端产品来看，多肽蛋白粉为公司 2023 年推出的大健康领域第一款 SKU，在公司强势的 KA 渠道，蛋白粉品类依然以白牌为主，公司通过资源对接会等私域渠道做曝光，计划在品牌背书下收割市场份额，后续该品类仍发挥填补渠道空白作用，作为高毛利单品保持积极增长或将进一步优化公司盈利能力。

图表 58：西麦食品研发费用率逐年提升



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 59：西麦蛋白粉产品



资料来源：食品板，华鑫证券研究

4、盈利预测

纯燕麦片：纯燕产品的“低 GI”标签对于特殊群体具备一定刚需属性，前期一方面受限于产能瓶颈，另一方面品类教育仍有不足，整体增长较为平稳，在抖音/零食等渠道红利释放下，依然有望实现快速提升。

复合燕麦片：在渠道逻辑之外，公司针对复合燕麦持续迭代新品，在满足口味优化的同时，清洁标签化使得品类仍具备健康属性，品类多元化持续拓宽消费人群与消费场景，中长期仍贡献公司主要增量。

冷食燕麦：前期品类营销过度透支发展潜力，随着供给侧出清，行业主导权逐渐回归至以公司为代表的传统龙头企业，由于冷燕作为休闲食品可选属性较强，短期内仍受限于消费能力下滑，在部分高势能渠道存在结构性机会。

其他主营产品：以蛋白粉为代表的大健康产品将继续在强势 KA 渠道做点状突破，藕粉等休闲食品在零食量贩渠道铺货，此外，公司布局燕麦粥、燕麦奶等产品进入饮品赛道，低基数下或将快速放量。

公司作为国产燕麦龙头，持续深耕燕麦领域，目前战略风格由稳健变积极，稳定纯燕的同时开拓战略新品，积极导入零食量贩、会员制、抖音电商等渠道，一方面健康消费基本盘提升，另一方面持续抢占桂格等品牌份额，基本面持续向好。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.56/0.76/0.88 元，当前股价对应 PE 分别为 30/22/19 倍，维持“买入”投资评级。

图表 60：公司盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	1,578	1,931	2,284	2,646
增长率 (%)	18.9%	22.3%	18.3%	15.9%
归母净利润 (百万元)	115	125	170	197
增长率 (%)	6.1%	8.1%	36.3%	16.1%
摊薄每股收益 (元)	0.52	0.56	0.76	0.88
ROE (%)	7.9%	8.3%	10.7%	11.8%

资料来源：华鑫证券研究

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 新品推广不及预期；
- 3) 冷食推广不及预期；
- 4) 商超客流量减少。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	1,578	1,931	2,284	2,646
现金及现金等价物	526	600	684	793	营业成本	875	1,084	1,259	1,447
应收款	71	116	125	130	营业税金及附加	14	17	19	21
存货	246	256	280	282	销售费用	497	604	713	823
其他流动资产	564	586	619	659	管理费用	93	112	137	156
流动资产合计	1,408	1,559	1,709	1,863	财务费用	-12	-13	-16	-19
非流动资产:					研发费用	7	8	9	11
金融类资产	490	490	510	540	费用合计	585	711	843	971
固定资产	368	407	405	388	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	106	42	17	7	公允价值变动	11	13	16	12
无形资产	42	40	38	36	投资收益	4	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	136	147	198	230
其他非流动资产	87	87	87	87	加:营业外收入	0	0	1	1
非流动资产合计	603	576	547	518	减:营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,010	2,135	2,256	2,381	利润总额	135	146	198	230
流动负债:					所得税费用	20	21	28	33
短期借款	75	85	90	92	净利润	115	125	170	197
应付账款、票据	267	302	315	322	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	75	75	75	75	归母净利润	115	125	170	197
流动负债合计	540	612	658	695					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	11	11	11	11	营业收入增长率	18.9%	22.3%	18.3%	15.9%
非流动负债合计	11	11	11	11	归母净利润增长率	6.1%	8.1%	36.3%	16.1%
负债合计	551	624	670	706	盈利能力				
所有者权益					毛利率	44.5%	43.9%	44.9%	45.3%
股本	223	223	223	223	四项费用/营收	37.1%	36.8%	36.9%	36.7%
股东权益	1,459	1,511	1,586	1,675	净利率	7.3%	6.5%	7.4%	7.5%
负债和所有者权益	2,010	2,135	2,256	2,381	ROE	7.9%	8.3%	10.7%	11.8%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	27.4%	29.2%	29.7%	29.7%
净利润	115	125	170	197	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
折旧摊销	34	27	29	29	应收账款周转率	22.1	16.6	18.3	20.3
公允价值变动	11	13	16	12	存货周转率	3.6	4.3	4.6	5.2
营运资金变动	-41	-16	-5	19	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	120	149	211	257	EPS	0.52	0.56	0.76	0.88
投资活动现金净流量	98	25	7	-3	P/E	32.1	29.7	21.8	18.8
筹资活动现金净流量	-144	-62	-90	-107	P/S	2.3	1.9	1.6	1.4
现金流量净额	73	111	128	147	P/B	2.5	2.5	2.3	2.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。