

2025 年 06 月 09 日

燕麦全产业链布局，引领健康消费新浪潮

西麦食品(002956)

分析判断：

► 健康化饮食推动燕麦行业增长，集中度有望进一步提升

随着消费者健康意识的觉醒和增强、居民膳食结构变化，燕麦市场规模快速增加，从 2015 年的 56.23 亿元提升至 2021 年 100 亿元；未来受益于人口老龄化、消费场景不断从早餐扩展至日常休闲食品，燕麦人均消费量和消费人群有望持续增长。

燕麦行业形成西麦和桂格两强为主，多家中小企业并存的竞争格局，两大头部品牌多年发展形成了较强的品牌壁垒和消费者认知度，竞争壁垒稳固。中小品牌竞争力相较于两大头部品牌不断减弱，行业集中度将进一步提升。

► 多渠道表现亮眼，产品端复合燕麦快速破圈

渠道端公司拥有完善的线下、线上全渠道矩阵，并积极拥抱新零售渠道，同时尝试出海业务。线下渠道逆势增长，线上高增占比快速提升，新零售全面布局，出海业务积极推进。**产品端**公司坚持以消费者需求为导向，不断推进产品升级创新，全面推动燕麦作为健康食品的品类发展，复合燕麦近几年快速发展成为第一品类，同时形成了纯燕、有机、牛奶燕麦、燕麦+等大单品，坚持聚焦大单品策略，产品竞争力进一步提升。**新业务端**公司布局大健康产业，带动公司实现从单一燕麦谷物到燕麦、大健康双轮驱动。

► 成本下行+降本增效，利润弹性可期

公司近几年净利率受多重因素波动较为明显，其中毛利率影响最为明显（原材料价格上行），销售费用率亦有所影响。展望 2025 年，燕麦价格有望处于下行通道，带动毛利率提升，相应的带动净利率改善。中长期来看，公司有望受益于原料燕麦价格回落，产品和渠道结构持续优化以及内部降本增效，净利率稳步提升。

投资建议

我们预计公司 25-27 年营业收入 23.10/27.58/32.13 亿元，分别同比+21.8%/+19.4%/+16.5%；25-27 年 EPS 分别为 0.86/1.07/1.30 元，对应 2025 年 6 月 6 日 21.71 元/股收盘价，PE 估值分别为 25/20/17 倍。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

原材料成本上涨、行业竞争加剧、食品安全

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	21.71
股票代码：	002956
52 周最高价/最低价：	25.34/10.09
总市值(亿)	48.47
自由流通市值(亿)	48.46
自由流通股数(百万)	223.22



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

华西食品饮料团队首次覆盖

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,578	1,896	2,310	2,758	3,213
YoY (%)	18.9%	20.2%	21.8%	19.4%	16.5%
归母净利润（百万元）	115	133	192	238	290
YoY (%)	6.1%	15.4%	43.8%	24.1%	21.8%
毛利率 (%)	44.5%	41.3%	42.8%	43.2%	43.7%
每股收益（元）	0.52	0.60	0.86	1.07	1.30
ROE	7.9%	8.8%	11.2%	12.2%	13.0%
市盈率	41.75	36.18	25.30	20.38	16.73

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

1. A股燕麦第一股，专注燕麦全产业链发展4

2. 燕麦受益于健康消费+银发经济，行业发展潜力足7

3. 燕麦行业领导者，西麦大健康布局发展可期9

3.1. 西麦产品创新扩容，复合燕麦成为第一大业务9

3.2. 线上线下渠道完善，新零售表现亮眼 11

3.3. 燕麦价格下行，利润弹性可期 13

4. 盈利预测与估值 16

5. 风险提示 17

图表目录

图 1 公司发展历程 4

图 2 公司是典型的家族企业 4

图 3 公司创始人谢庆奎深耕燕麦行业三十年 4

图 4 公司 2021 年激励方案 5

图 5 公司 2025 年员工持股计划 5

图 6 公司收入稳步增长 6

图 7 公司净利润重回增长 6

图 8 复合燕麦片占比逐年提升 6

图 9 公司最新产品结构（2024 年） 6

图 10 国内燕麦市场规模持续扩张 7

图 11 燕麦种类和消费场景不断丰富 7

图 12 老龄化人口持续增加 错误!未定义书签。

图 13 燕麦产品零食化 错误!未定义书签。

图 14 公司产品结构 9

图 15 纯燕麦规模稳重有升 10

图 16 复合燕麦规模快速提升 10

图 17 公司收购德赛康谷 11

图 18 其他主营业务规模不断提升 11

图 19 公司经销业务稳步提升 12

图 20 公司南区市场表现亮眼 12

图 21 公司山姆燕麦粥产品分析 12

图 22 公司多个线上平台粉丝数超过桂格 13

图 23 公司以线上业务为主的直营渠道快速增长 13

图 24 公司净利率处于下行通道 14

图 25 公司净利率影响因素拆分 14

图 26 公司毛利率承压 14

图 27 燕麦价格波动跟踪 14

图 28 公司多项举措降低销售费用率 15

图 29 公司管理费用率维持稳定 15

图 30 燕麦成本变动敏感性测试 15

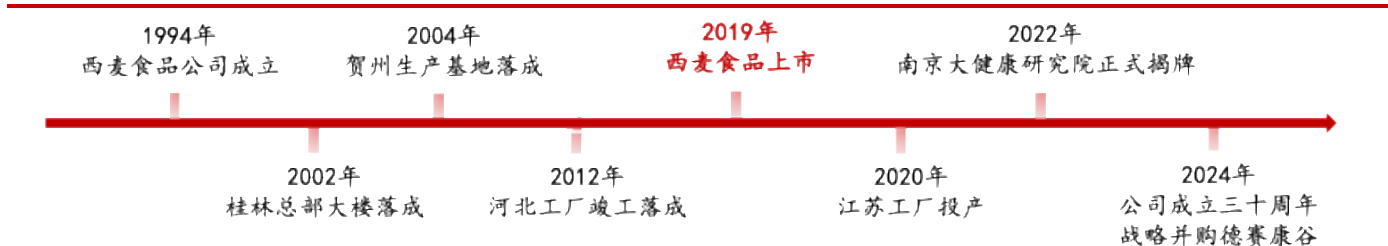
图 31 公司收入拆分预测 16

图 32 可比公司估值对比 16

1. A 股燕麦第一股，专注燕麦全产业链发展

西麦食品公司成立于 1994 年，历经三十年发展，专注于燕麦健康产业发展，2019 年登陆深交所，成为中国唯一的燕麦全产业链上市公司。公司旗下“西麦”品牌深受消费者认可，位居中国燕麦谷物第一的领先地位，拥有线下、线上完善的全渠道矩阵，同时积极尝试出海业务。2022 年公司将总部迁至南京，持续围绕以燕麦为核心的“健康产业”发展主线，不断打造燕麦谷物生态圈、拓展大健康朋友圈，开启西麦大健康业务的新发展。2024 年战略并购德赛康谷，外延拓展酸奶盖相关业务。

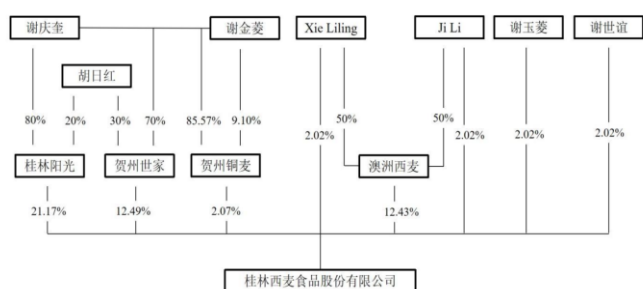
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网、华西证券研究所

股权结构集中，管理有效性强：公司是典型的家族企业，以谢庆奎为核心共同为实际控制人，股权结构集中，实控人累计持股达到 56.24%，稳定的股权结构有助于推动公司管理战略有效落地，推动公司长期稳健发展。董事长及创始人谢庆奎在燕麦行业深耕多年、持续推进行业变革，带领西麦成长为“中国第一燕麦谷物品牌”和“全球第一的中国燕麦谷物品牌”。2023 年孟祥胜接棒成为公司总经理，孟总有丰富的市场和管理经验，上任后积极推动公司大健康战略落地；公司其他实控人多数在公司任职，合力推动公司发展，共同确保公司长期稳健发展。

图 2 公司是典型的家族企业（截至 2024 年 12 月 31 日） 图 3 公司创始人谢庆奎深耕燕麦行业三十年



资料来源：公司公告，华西证券研究所



资料来源：公司官网，华西证券研究所

上一轮股权激励顺利完成，25 年启动员工持股计划：2021 年公司发布股权激励计划，向合计 49 名公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术骨干授予限制性股票 146 万份，授予价格 13.08 元/股，22、23 年股权激励目标顺利完成，有效提高核心员工的主观能动性。2025 年 2 月公司发布员工持股计划，首期向合计 62 人授予 180.6271 万股，授予价格 8.16 元/股，解锁目标是以 2024 年营业收入为基准，2025/2026/2027 年营业收入增长率分别不低于 15%/32.25%/52.0875%，未来三年年化收入增速 15%，有利于进一步完善公司的长效激励机制。

图 4 公司 2021 年激励方案

激励人数	49 人	
激励股票数量	146 万份	
授予价格	13.08 元/股	
解锁目标	考核目标	目标兑现情况
第一个解锁期	相较 2020 年，2021 年营收增长率不低于 21%，净利润增长率不低于 15%；	2021 年营收 11.5 亿，同增 12.6%/净利润 1.04 亿元，同比下降 21.1%
第二个解锁期	相较 2021 年，2022 年营收增长不低于 15%	2022 年营收 13.3 亿元，同增 15.1%
第三个解锁期	相较 2022 年，2023 年营收增长不低于 16%	2023 年营收 15.8 亿元，同增 18.9%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

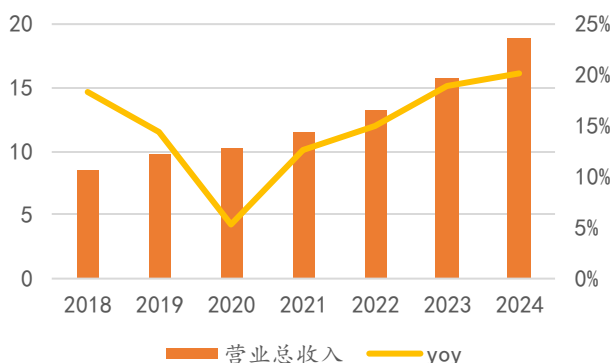
图 5 公司 2025 年员工持股计划

激励人数	62 人
激励股票数量	220.26 万份，首期授予 180.6271 万股
授予价格	8.16 元/股
解锁目标	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 52.0875%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

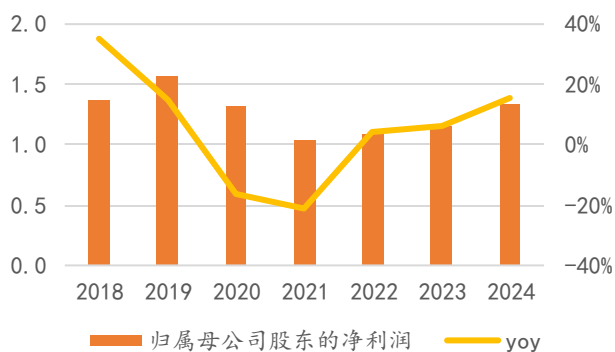
收入快速提升，利润受成本影响波动：近十年公司收入每年均实现同比正增长，受益于燕麦市场扩容和公司渠道精耕，收入从 2014 年的 5.42 亿元提升至 2024 年的 18.96 亿元，年化增长 13.35%；特别是 21-24 年公司通过产品创新、渠道延伸实现收入加速增长，2024 年收入创新高。利润端来看，受原材料成本价格波动和渠道结构变化，公司利润增长表现弱于收入增长，净利率有一定的波动，未来有望随着燕麦价格下降以及公司内部管理效率提升，净利率有望同比提升，利润稳步向上。

图6 公司收入稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

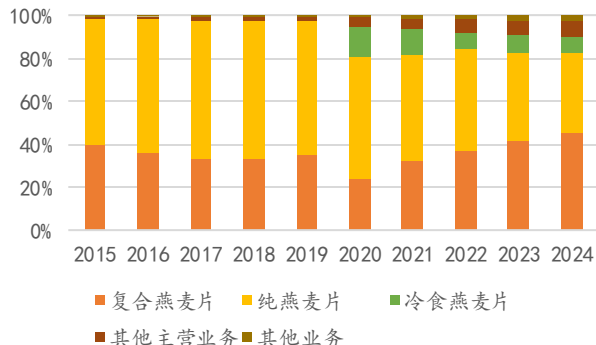
图7 公司净利润重回增长（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

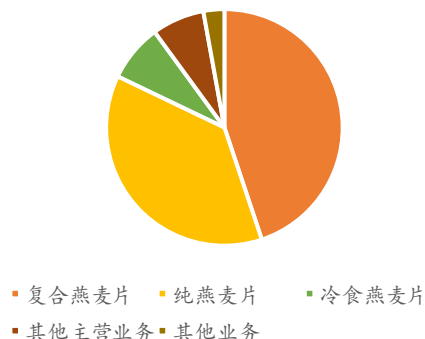
纯麦稳健增长，复合燕麦快速增长向大健康业务延伸：收入拆分来看，纯燕麦片是公司的基础核心业务，近几年维持稳健稳健增长，收入规模7亿元左右；复合燕麦片是公司近几年重点发力的产品，公司把握“大健康”趋势，升级创新多款复合燕麦片产品，有机、牛奶燕麦、燕麦+系列等明星产品稳步增长，规模从2019年的3.39亿元提升至2024年的8.51亿元；冷食燕麦片业务是公司顺应行业发展趋势布局的新业务，规模突破1亿元。公司不断以燕麦健康产业为核心，巩固纯燕麦业务竞争优势，并不断在复合燕麦片和冷食燕麦片等业务拓展，产品布局持续丰富，产品生态圈不断完善。

图8 复合燕麦片占比逐年提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图9 公司最新产品结构（2024年）



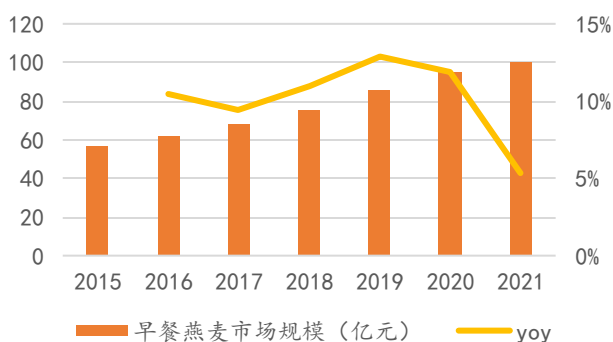
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 燕麦受益于健康消费+银发经济，行业发展潜力足

燕麦是健康饮食代表，规模破百亿：燕麦是我国重要的杂粮作物之一，也是世界第六大粮食作物，是天然的健康食品，富含膳食纤维、支链氨基酸、不饱和脂肪酸、生物碱、矿物质等多种功能成分，具有很好的降糖降脂、抗氧化、提高免疫力功能。近几年随着消费者健康意识的觉醒和增强，居民膳食结构发生变化，以及居民收入和消费能力增加，燕麦市场规模快速增加，从2015年的56.23亿元提升至2021年100.57亿元，年化增长10.3%。

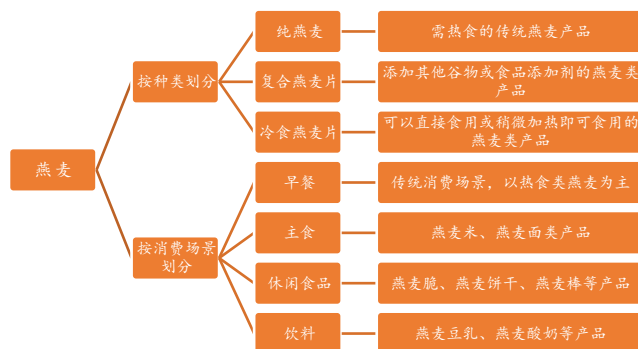
燕麦消费场景和消费人群扩张可期：燕麦的健康属性越来越被消费者认可，消费场景不断从早餐扩展至更多休闲食品，食用方式从热食延伸到冷食，未来消费人群和人均消费量有望持续增长。人均消费额对比来看，我国燕麦人均消费额不足1美元，低于与我国居民饮食习惯相近的日本和中国香港地区的6美元左右，更是远低于欧美发达国家的30美元左右，我国燕麦产业和燕麦消费仍在发展的早期，未来随着居民膳食结构变化，燕麦行业仍有较大的增长潜力。

图 10 国内燕麦市场规模持续扩张



资料来源：华经产业研究院、华西证券研究所

图 11 燕麦种类和消费场景不断丰富



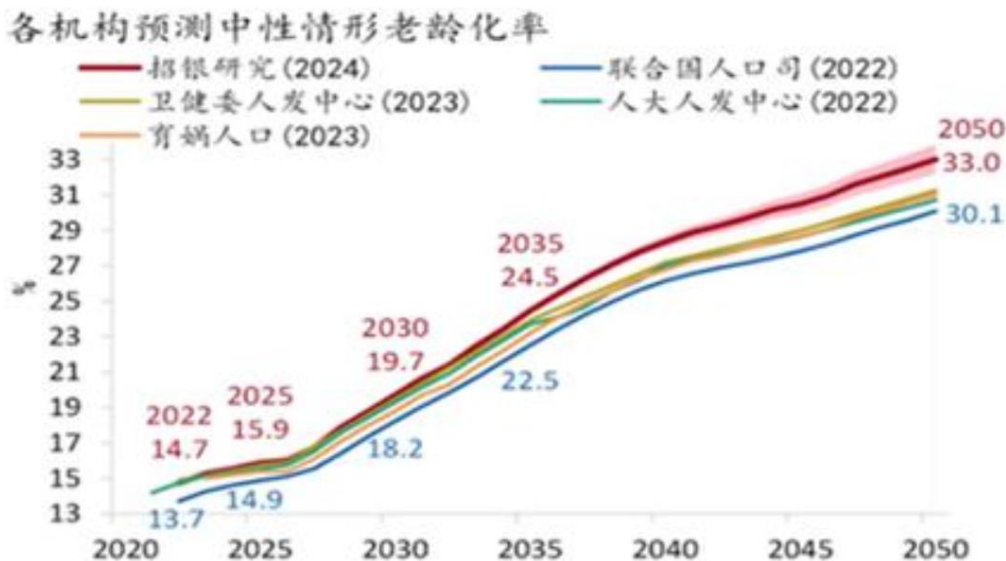
资料来源：华西证券研究所

燕麦消费人群扩容潜力巨大，向上燕麦一直是老年人钟爱的健康食品，受益于老龄化人群的扩充；向下受益于年轻人健康意识的觉醒。

燕麦核心消费人群一直以中老年为主，燕麦在国内的消费者教育、市场研发过程中都是以中老年人为核心，发展至今燕麦的营养健康属性深受中老年消费者认可和青睐。参考民政部数据，截至2024年末，全国65周岁及以上老年人口2.2亿人，占总人口的15.6%。参考招行研究院数据，未来三十年老年化人口占比预计至少提高一倍，将进一步扩大燕麦片消费人群规模。政策层面来看，燕麦也是符合政策支持的银发经济的核心品类，近几年多项政策明确指出推动银发经济发展，加大产品供给，银发经济将是未来发展的重要风口。燕麦产品在中老年人群中消费和认可度高，是老年人日常保健和送礼的佳品，有望乘着政策东风，迎来燕麦消费市场规模进一步提升。

燕麦在年轻人中的消费和认可度也在不断提升，一方面年轻人的健康意识不断提高，对健康产品的消费和购买热情增加；另一方面传统燕麦受制于口味、食用方式等因素难以受到年轻消费者青睐，随着复合燕麦、冷食燕麦和谷物燕麦等产品的兴起，燕麦产品更加的便捷与好吃，零食化趋势更加明显，燕麦成为年轻人健康产品的新选择，推动燕麦消费人群进一步扩大。

图 12 老龄化人口持续增加



资料来源：公司官网、华西证券研究所

两强格局确立，集中度有望进一步提升：竞争格局来看，参考尼尔森数据，2023 年国内燕麦市场线下市场 CR3 为 41.3%，线上品牌 CR3 为 32.8%，其中西麦线下、线上销售销售排名均为行业第一，整体市场份额超过 20%，稳居市场第一，市占率稳步提升，线下份额从 2021 年的 14.8% 提升至 2023 年 25%；桂格是全球知名的燕麦品牌，在国内发展多年，市场份额位居第二，行业内两强格局稳固，形成一定的竞争壁垒。近几年随着冷食燕麦的爆发式增长，卡乐比、欧扎克、王饱饱等品牌快速成长，位列第二梯队。参考公司投资者交流记录表，对比海外成熟市场来看，国内燕麦行业集中度仍有提升空间，2024 年日本和美国的 CR3 分别为 82% 和 66%，我国为 51% 左右。我国燕麦行业集中度仍然偏低，随着头部品牌不断渠道下沉和产品创新，中小企业生存压力进一步加大，行业集中度仍有较大的提升空间。

3. 燕麦行业领导者，西麦大健康布局发展可期

3.1. 西麦产品创新扩容，复合燕麦成为第一大业务

专注燕麦三十年，打造燕麦全产业链：公司自 1994 年创立起便聚焦燕麦行业，致力于做“好燕麦”，构建了燕麦全产业链，形成了“从田间到餐桌”完整的产业链闭环。原料端，公司全球布局燕麦产区，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；生产端，公司拥有广西贺州、河北定兴、张北、江苏宿迁四大生产研发基地；工艺端，公司掌控全产业链6大环节、118道生产工序，树立了燕麦行业标杆；研发端，公司以消费者需求为导向，开展燕麦品种及营养成分研究与检测，积极推进“食养结合”项目研究，加大产品研发投入，持续开发大健康等专业产品。

从纯麦到复合燕麦，产品创新扩容：公司坚持以消费者需求为导向，不断推进产品升级创新，全面推动燕麦作为健康食品的品类发展，2024 年核心品类纯燕麦片、复合燕麦片、冷食燕麦片、其他产品分别占比 37.2%/44.9%/7.9%/7.2%，纯麦作为公司核心产品规模稳定，复合燕麦近几年快速发展成为第一品类，冷食燕麦快速扩张后规模回落至相对稳定，其他粉类、大健康等产品快速成长。公司坚持聚焦大单品策略，以研发带动产品升级，全面推动燕麦产品作为健康食品的品类发展

图 13 公司产品结构



资料来源：wind、华西证券研究所

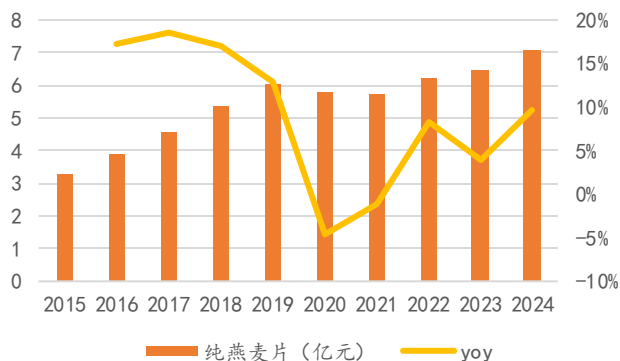
纯麦规模稳定，奠定市场地位：纯燕麦是公司的基础业务，经过超过二十年的深耕发展，纯麦业务进入成熟期，维持在高个位数的平均增长，收入占比 40% 左右，2024 年规模达到 7.06 亿元。公司在纯麦热食研发领域积极开展燕麦品种和营养成分研究和检测，强化差异化竞争优势，进一步奠定提升西麦在燕麦行业的市场地位。

复合燕麦快速发展，成为第一大品类：复合燕麦片受益于公司不断产品创新、燕麦作为主食观念的改变以及西麦品牌力的提升，规模得到快速提升，从 2020 年

的 2.42 亿元提升至 2024 年的 8.51 亿元，收入占比超过 40%，并成为公司第一大品类。

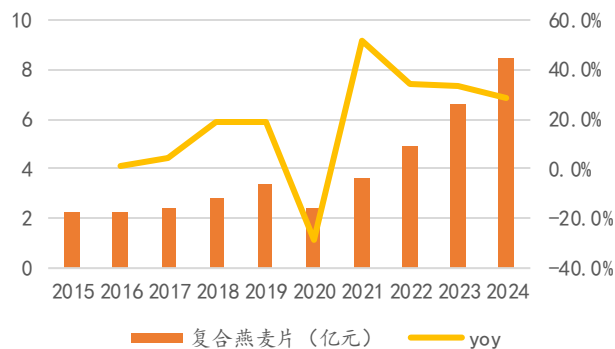
冷食燕麦片是公司顺应市场需求，结合消费者需求进行了重点产品开发，2020 年推出当年规模破亿，但后续随着消费热潮褪去，冷食燕麦消费趋于理性，公司规模相应也有所收缩，但仍维持在 1 亿左右的销售体量。其他品类中公司沿着大健康布局的蛋白粉等产品规模快速上升。

图 14 纯燕麦规模稳中有升



资料来源：wind、华西证券研究所

图 15 复合燕麦规模快速提升



资料来源：wind、华西证券研究所

战略并购德赛康谷，进入酸奶盖燕麦市场：2024 年公司完成并购德赛康谷，德赛康谷主营酸奶盖相关产品，为国内领先乳品企业提供酸奶盖产品，在酸奶盖行业中处于领先地位。公司借助德赛康谷进入与燕麦主线相关联的酸奶盖细分市场，符合公司在燕麦谷物领域进行横向扩张的需求，增加公司业务增量，为公司以燕麦为核心多样化发展奠定基础。

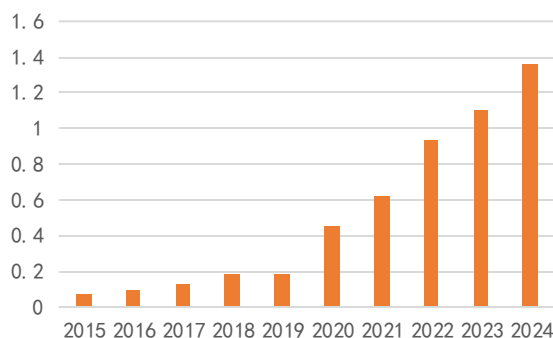
拓展大健康业务，扩大业务边界：公司 2022 年开始以“健康中国”为战略指引布局大健康产业，一方面通过科技研发赋能燕麦食品研发创新，将研发转化为产品推动成果落地，增厚公司业绩；另一方面通过并购投资、孵化合作等方式加速大健康业务发展。大健康是西麦“再造一个新西麦”的重要抓手，带动公司真正实现从单一燕麦谷物到燕麦、大健康双轮驱动。公司根据消费者对健康产品的需求，23 年推出了拥有动植物双蛋白并特别添加活性益生菌调节肠道健康的益生菌蛋白粉，一经上市受到消费者认可，24 年继续推出了高钙益生菌蛋白粉、益生菌植物蛋白粉、胶原蛋白肽蛋白粉、红参肽饮、胶原蛋白肽等产品，不断丰富大健康产品线，持续提升客群的跨度和消费粘性，产品品类进一步丰富。中长期来看，公司将开发更多的功能性营养食品，未来将升级进入精准营养-特医特膳食品赛道，进一步提升公司在健康食品领域的专业能力。

图 16 公司收购德赛康谷



资料来源：公司官网、华西证券研究所

图 17 其他主营业务规模不断提升（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

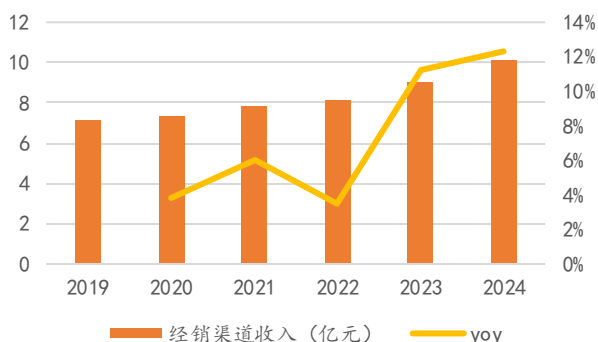
3.2. 线上线下渠道完善，新零售表现亮眼

公司拥有完善的线下、线上全渠道矩阵，并积极拥抱新零售渠道，同时尝试出海业务。线下渠道实现逆势增长，线上高增占比快速提升，新零售全面布局，出海业务积极推进。

线下全国化渠道：公司线下销售网络完善，通过直营和经销相结合的模式搭建了全国化的销售渠道。公司通过直营与大型连锁商超形成了紧密的合作关系，借助于大型商超的合作树立了良好的品牌形象和市场口碑；经销端建立了庞大高效的经销商网络，通过经销渠道进入众多地区性中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场及其他渠道。公司在线下形成了多层级、广覆盖、高效率的立体线下营销网络体系，产品遍布各大省市自治区，覆盖城市社区、广大乡镇和农村地区。

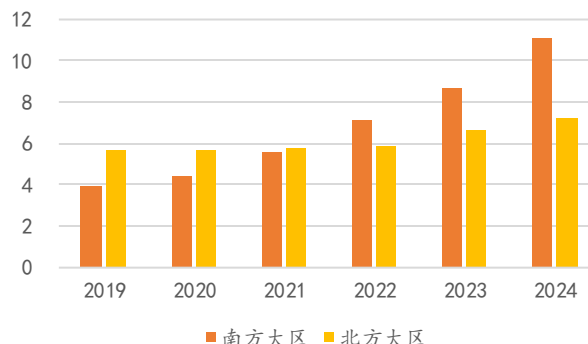
线下补强，夯实竞争力：公司线下渠道持续聚焦重点区域，夯实优势区域市场地位，聚焦单点提升及渠道精耕；同时通过持续精耕，积极拓展重点城市在进场零售业态的铺市渗透，进一步对优势区域渠道下沉，重点打造“百万县城、千万城市、亿元省区”，扩大县城区域销售占比。具体来看，公司地域提升成效显著，2023 年新增百万县城 28 个，千万城市 6 个，亿元省份 1 个，进一步完善全国市场布局，24 年线下业务同比增长 14%，实现逆势增长。数据端来看，南方作为公司核心市场，通过市场聚焦规模持续提升，从 2020 年的 4.43 亿元提升至 2024 年的 11.13 亿元；北方市场通过公司加大弱势市场打造，规模稳步提升，竞争力进一步提升。

图 18 公司经销业务稳步提升



资料来源：wind、华西证券研究所

图 19 公司南区市场表现亮眼（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

积极布局新零售，提升市场占有率：随着线下渠道格局不断变化，新渠道和新机会层出不穷，公司也在积极拥抱新渠道，初见成效。公司重点发展并持续开发零食渠道，社区团购、社区便利、生鲜超市等新渠道，多渠道创新突破，推动业务规模持续提升，2023 年零食渠道销售同比增长超过 180%，2024 年同比增长接近 50%，渠道重要性不断持续提升；2024 年新零售渠道 GMV 销售规模超亿元，同比增长 35%。2025 年公司在山姆上市新品“MAK MAK 日式芦笋滑蛋豚骨风味燕麦粥”，打开会员超市渠道，产品销售情况良好，有望后续上架更多产品，进一步打通以山姆为代表的会员超市的布局。

图 20 公司山姆燕麦粥产品分析



产品定价：69.9 元/1.2kg

卖点：澳洲燕麦粒粒软糯、优质食材营养锁鲜、简单搭配配方清洁

口感：鲜香脆嫩

消费者评价：山姆平台好评率 94.6%

资料来源：山姆、华西证券研究所

重视线上渠道发展，主流电商平台市场第一：公司重视电商业务，加快线上发展布局：一方面立足传统电商，充分发挥产品力及品牌优势，探索电商运营新路径、新方法，另一方面加速发展社交电商，通过优化产品结构、提升用户体验以及加强营销创新等举措，构建电商业务的竞争力，规模持续扩张。公司电商渠道全面布局，覆盖了天猫、京东、拼多多等 B2C 平台，京东京喜通、阿里零售通等 B2B 平台，抖音、快手、小红书等兴趣电商平台，以及兴盛优选、美团优选等热门社区团购平台，同时与京东到家、美团、多点等 O2O 大平台深入合作。

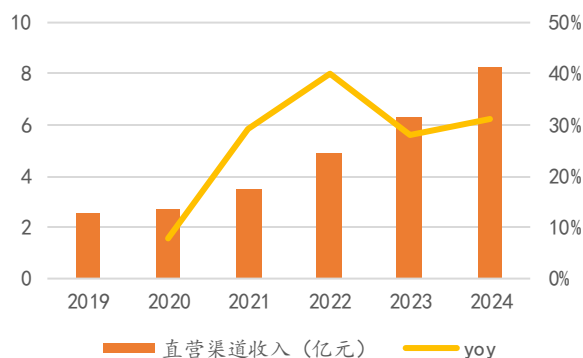
公司线上业务快速发展，已成为公司增长的重要引擎，2023 年线上渠道收入同增近 30%，2024 年同比增长超 17%。抖音作为公司的核心平台，做到平台冲饮燕麦类目市占率第一，2024 年 GMV 超 4.5 亿元，打造冲饮燕麦细分领域的亿元+店铺 2 个，多个单品位列榜单前列，借助抖音巨大的品牌宣传力和流量，带动了公司在其他线上渠道的快速发展，做到了京东、淘宝平台等各大主流电商平台的燕麦品类 GMV 的第一。

图 21 公司多个线上平台粉丝数超过桂格

	西麦	桂格
抖音	213.8 万	67.3 万
天猫	262 万	265.9 万
京东	934.2 万	359.4 万

资料来源：抖音、天猫、京东、华西证券研究所

图 22 公司以线上业务为主的直营渠道快速增长



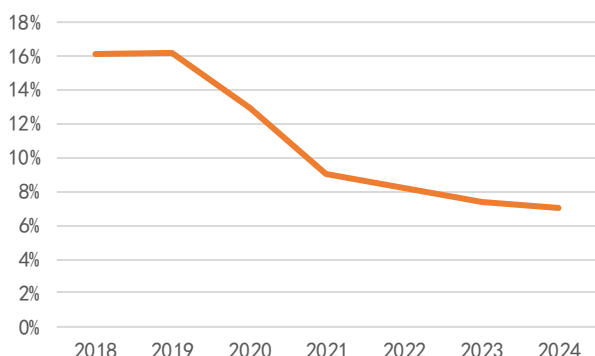
资料来源：wind、华西证券研究所

积极尝试出海业务，市场突破可期：公司 2024 年成立国际业务部，打造稳定、高效的国际化供应链，一方面持续稳定的开展原料贸易业务，另一方面将西麦品牌“SEAMILD”和威廉姆斯食阁“WILLIAMS' PANTRY”推向世界，公司已经和海外多个经销商客户建立了合作关系，落地了美国、新加坡、马来西亚、菲律宾、中国香港、荷兰、意大利、迪拜等十多个国家和地区，其中东南亚和欧美是首批核心市场。海外多个国家有燕麦消费习惯，无需前期大量的消费者教育，市场进入难度较小，海外市场突破发展可期。

3.3. 燕麦价格下行，利润弹性可期

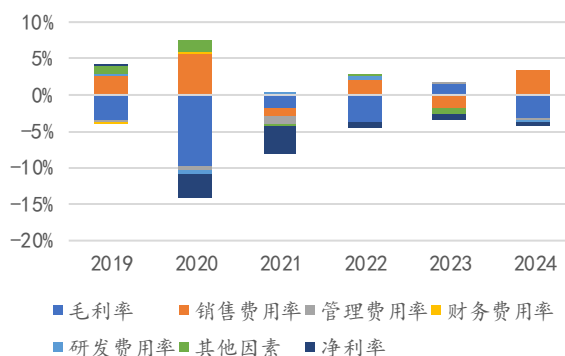
净利率受多重因素震荡，毛利率影响最为明显：近几年公司利润波动较大，利润表现整体弱于收入，相应的净利率处于下行通道，从 2018 年的 16.1% 降至 2024 年的 7.02%，盈利能力表现一般。具体拆分来看，1) 多数年份净利率的波动受毛利率影响最为明显，公司毛利率 2018-2022 年亦处于下降通道，2023 年掉头向上，24 年有所承压；2) 销售费用率年度之间有所波动，维持在 30% 左右；3) 管理费用 18-21 年逐年小幅上升，22-24 年稳中有降；3) 部分年份受公允价值变动和投资收益等因素影响。综合来看，公司近几年净利率下行主要受毛利率下行和销售费用率波动影响。

图 23 公司净利率处于下行通道



资料来源：wind、华西证券研究所

图 24 公司净利率影响因素拆分

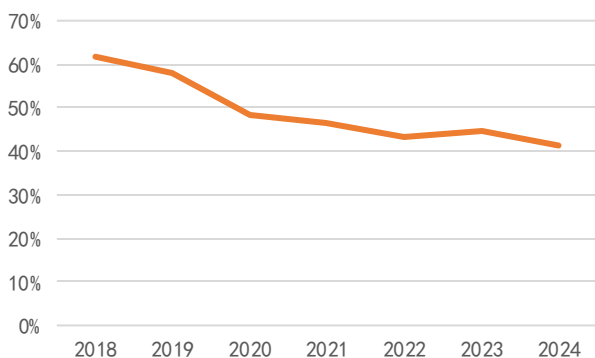


资料来源：wind、华西证券研究所

毛利率主要受成本和结构影响：公司毛利率自 18-22 年承压，主要受原料成本、产品结构和渠道结构三大核心因素影响，其中成本是核心因素，产品结构调整贡献正向因素，渠道结构对毛利率有所拖累。

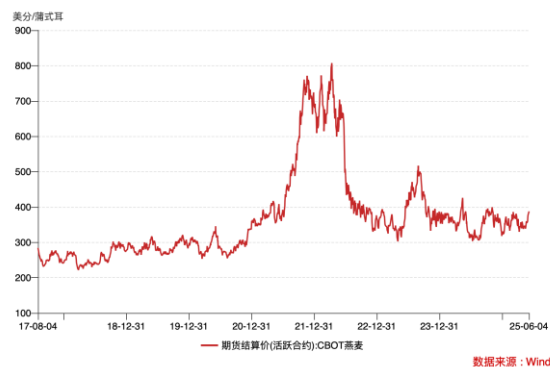
- ⑩ **成本：**燕麦作为公司第一大原材料，成本占比 40%左右，公司所用燕麦 90%来自于进口澳麦，澳麦进口价格受供需关系、汇率等因素影响。进口燕麦价格 19 年上半年进入上涨周期，一方面供给量稳定，但需求量提升，另一方面汇率走低对进口澳麦价格也有所影响，因此最能体现原料价格的纯麦产品的毛利率在澳麦价格上涨较多的 20 年和 22 年下降较多。
- ⑩ **渠道结构：**公司以线上为主的直营渠道占比从 2019 年的 25%提升至 2023 年的 40%+，直营渠道毛利率远低于经销渠道（24 年直营毛利率 35.42%，经销 46.46%），因此渠道结构的变化对毛利率也有一定的拖累。
- ⑩ **产品结构：**复合燕麦产品价值感更强，毛利率高于纯麦产品，随着复合燕麦占比提升，对整体毛利率有正向拉动作用。

图 25 公司毛利率承压



资料来源：wind、华西证券研究所

图 26 燕麦价格波动跟踪

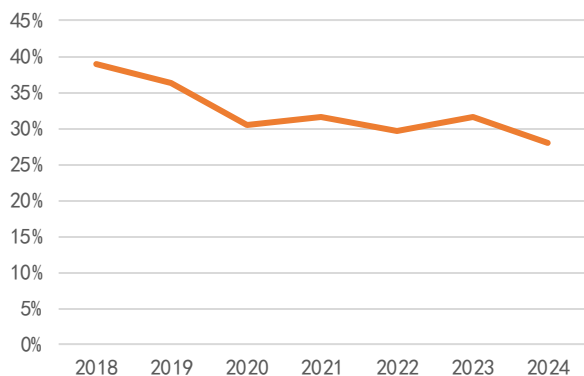


资料来源：wind、华西证券研究所

多项举措提升费用使用效率：公司销售费用率维持在 30%左右，费用率波动对净利率亦有所影响。公司销售费用率提升主要系宣传推广费用投放加大，其中线上渠道特别是抖音渠道，需要持续的流量费用投入，使得销售费用率提升。公

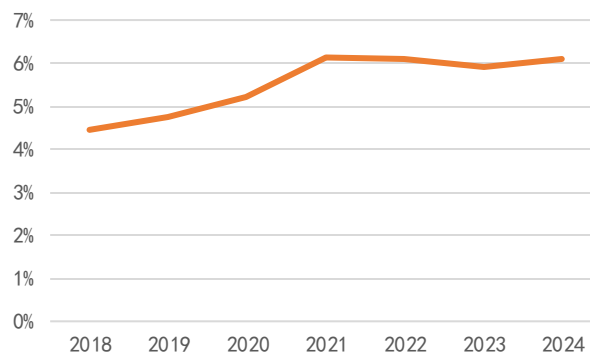
司积极采取了多项举措控费增效，提升销售费用使用效率，线上充分发挥自身电商团队作用，降低外部渠道依赖；线下通过更为细致有效的费用考核机制，提升人均创收。

图 27 公司多项举措降低销售费用率



资料来源：wind、华西证券研究所

图 28 公司管理费用率维持稳定



资料来源：wind、华西证券研究所

成本变化对毛利率和净利率影响的敏感性测试：25 年燕麦价格处于下降通道，我们进行了敏感性测试，假设燕麦价格下降 5%左右，会给毛利率带来 1pct 的提振；如果下降 10%左右，毛利率有望同比提升 2-3pct，相应的有望带来净利率的提升，考虑费用率优化，利润率弹性更为明显。

图 29 燕麦成本变动敏感性测试

燕麦成本占比：	40%					
24 年毛利率	41%					
燕麦粒平均单价变动率	-4%	-6%	-8%	-10%	-12%	-14%
总成本变动	1.6%	2.4%	3.2%	4.0%	4.8%	5.6%
新毛利率	42.3%	42.7%	43.2%	43.6%	44.1%	44.5%
毛利率变动	0.9%	1.4%	1.8%	2.3%	2.7%	3.2%

资料来源：wind、华西证券研究所

4. 盈利预测与估值

纯燕麦片是公司的核心产品，看好公司持续巩固大单品优势，随着量贩、抖音等渠道放量带动纯燕稳定增长；复合燕麦片受益于行业扩容以及公司资源倾斜，预计仍将是公司增速最快的细分品类，占比进一步提升；冷食燕麦随着行业竞争缓解和公司产品创新，预计规模将稳中有升；其他主业包含公司燕麦加工 B2B 业务和大健康领域布局，在公司大健康业务布局推动下，预计将维持较快增长。综合来看，预计公司 25-27 年营业收入分别为 23.1/27.6/32.1 亿元，分别同比 +22%/19%/17%。

图 30 公司收入拆分预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
复合燕麦片	4.94	6.61	8.51	11.23	14.26	17.40
yoy	34%	34%	29%	32%	27%	22%
纯燕麦片	6.2	6.44	7.06	7.77	8.54	9.40
yoy	8%	4%	10%	10%	10%	10%
冷食燕麦片	0.98	1.2	1.49	1.79	2.07	2.32
yoy	-27%	22%	24%	20%	16%	12%
其他主营业务	0.93	1.1	1.36	1.63	1.88	2.07
yoy	51%	18%	24%	20%	15%	10%
其他业务	0.22	0.43	0.54	0.68	0.82	0.94
yoy	32%	95%	26%	25%	21%	15%
收入合计	13.27	15.78	18.96	23.10	27.58	32.13
yoy	15%	19%	20%	22%	19%	17%

资料来源：wind、华西证券研究所

我们预计公司 25-27 年营业收入 23.10/27.58/32.13 亿元，分别同比 +21.8%/+19.4%/+16.5%；25-27 年 EPS 分别为 0.86/1.07/1.30 元，对应 2025 年 6 月 6 日 21.71 元/股收盘价，PE 估值分别为 25/20/17 倍。首次覆盖，给予买入评级。

图 31 可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
			TTM	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002956.SZ	西麦食品	48	34	25	20	17	0.86	1.07	1.30
603697.SH	有友食品	62	35	31	25	22	0.47	0.57	0.67
003000.SZ	劲仔食品	66	36	20	17	14	0.73	0.87	1.03
002991.SZ	甘源食品	59	37	14	12	10	4.41	5.22	6.08
002557.SZ	洽洽食品	118	38	16	13	12	1.51	1.77	1.91

资料来源：WIND、华西证券研究所 ps：可比公司 EPS 和估值均来自 wind 2025 年 6 月 5 日一致预测

5. 风险提示

原材料成本上涨的风险：公司营业成本中大部分是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。公司原材料以采购为主，价格波动难免会对成本端产生影响。

行业竞争加剧的风险：公司所处的休闲食品行业为充分竞争行业，竞争者呈现多元化趋势，未来公司面临一定的竞争压力。

食品安全的风险：公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,896	2,310	2,758	3,213	净利润	133	192	238	290
YoY (%)	20.2%	21.8%	19.4%	16.5%	折旧和摊销	44	64	79	87
营业成本	1,112	1,321	1,566	1,809	营运资金变动	3	41	-7	23
营业税金及附加	17	20	25	29	经营活动现金流	170	293	304	392
销售费用	530	635	753	877	资本开支	-221	-174	-207	-190
管理费用	115	141	168	196	投资	-138	2	3	2
财务费用	-7	-7	-9	-11	投资活动现金流	-376	-174	-196	-179
研发费用	9	11	13	15	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	45	1	27	14
投资收益	6	7	9	9	筹资活动现金流	-37	-2	25	11
营业利润	157	224	279	340	现金净流量	-244	117	132	225
营业外收支	0	1	1	1	主要财务指标				
利润总额	157	225	280	341	成长能力 (%)				
所得税	24	34	42	51	营业收入增长率	20.2%	21.8%	19.4%	16.5%
净利润	133	192	238	290	净利润增长率	15.4%	43.8%	24.1%	21.8%
归属于母公司净利润	133	192	238	290	盈利能力 (%)				
YoY (%)	15.4%	43.8%	24.1%	21.8%	毛利率	41.3%	42.8%	43.2%	43.7%
每股收益	0.60	0.86	1.07	1.30	净利率	7.0%	8.3%	8.6%	9.0%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.1%	7.6%	8.3%	8.7%
货币资金	269	385	518	742	净资产收益率 ROE	8.8%	11.2%	12.2%	13.0%
预付款项	62	80	91	108	偿债能力 (%)				
存货	281	352	406	476	流动比率	1.95	1.90	1.90	1.96
其他流动资产	627	654	688	707	速动比率	1.27	1.20	1.23	1.29
流动资产合计	1,238	1,472	1,703	2,033	现金比率	0.42	0.50	0.58	0.72
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	30.1%	31.7%	31.9%	32.0%
固定资产	514	577	656	712	经营效率 (%)				
无形资产	40	47	49	53	总资产周转率	0.90	0.98	1.02	1.04
非流动资产合计	953	1,050	1,177	1,279	每股指标 (元)				
资产合计	2,191	2,522	2,880	3,312	每股收益	0.60	0.86	1.07	1.30
短期借款	129	130	157	171	每股净资产	6.78	7.64	8.71	10.00
应付账款及票据	319	391	456	531	每股经营现金流	0.76	1.31	1.36	1.76
其他流动负债	187	254	281	335	每股股利	0.42	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	635	775	895	1,037	估值分析				
长期借款	6	6	6	6	PE	36.18	25.30	20.38	16.73
其他长期负债	18	18	18	18	PB	2.46	2.79	2.45	2.13
非流动负债合计	24	24	24	24					
负债合计	659	799	918	1,061					
股本	223	223	223	223					
少数股东权益	17	17	17	17					
股东权益合计	1,532	1,723	1,961	2,251					
负债和股东权益合计	2,191	2,522	2,880	3,312					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。