

利润弹性逐步释放，大健康业务持续加码

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 25 年半年度报告

25H1 公司实现营收 11.49 亿元，同比增长 18.07%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比+22.46%，实现扣非归母净利润 0.78 亿元，同比+24.24%；其中 25Q2 实现营业收入 4.93 亿元，同比增长 21.04%，实现归母净利润 0.27 亿元，同比+25.16%，实现扣非归母净利润 0.2 亿元，同比+17.35%。

简评

复合燕麦持续高增，增长再提速

分产品来看，25H1 纯燕麦片实现收入 4.21 亿元，同比+13.2%，复合燕麦片实现营收 5.56 亿元，同比+27.6%，冷食燕麦片实现营收 0.86 亿元，同比+27.23%，其他实现营收 0.46 亿元，同比 33.2%。Q2 各品类增长较 Q1 有所提速，纯燕麦提速至双位数增长，复合燕麦持续高增，七白、八珍等复合燕麦新品表现亮眼，公司继续延续药食同源、中式养生的思路，在复合燕麦品类加入更多养生食材，长期受益健康化消费趋势。7 月末公司与一阳生集团合资成立西麦西一公司，聚焦大健康产品，传统的药食同源概念结合现代生物科技，提供更高效更健康的产品。

分区域来看，25H1 南方大区实现营收 6.83 亿元，同比+20.14%，北方大区实现营收 4.27 亿元，同比+13.34%，其他实现营收 0.40 亿元，同比+39.30%。线上增速快于线下，线下持续保持双位数稳健增长，新零售渠道高增。

西麦食品 (002956.SZ)

维持

买入

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

发布日期：2025 年 08 月 28 日

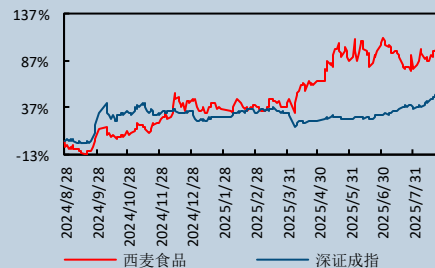
当前股价：21.83 元

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 |
|----------------|--------------|-------------|
| 6.75/1.00 | -4.04/-17.59 | 88.35/55.26 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 24.40/10.27 |
| 总股本 (万股) | | 22,324.69 |
| 流通 A 股 (万股) | | 22,322.43 |
| 总市值 (亿元) | | 48.73 |
| 流通市值 (亿元) | | 48.73 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 467.23 |
| 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

- 25.04.29 【中信建投休闲食品】西麦食品 (002956):增长中枢逐步上移，利润弹性可期
- 25.02.27 【中信建投休闲食品】西麦食品 (002956):份额持续提升的燕麦龙头，大健康战略立足长远

原材料成本下降，毛利率提升

公司 25H1 毛利率 43.59%，同比+1.07pct，25Q2 毛利率为 43.50%，同比+2.64pct。公司已锁定 25 年大部分原麦价格，较 24 年原材料成本有双位数左右下滑，25H2 毛利率有望继续改善。25H 纯燕麦片毛利率为 44.26%，同比-0.07pct，主要系公司低价原材料自 Q2 开始使用，25Q1 纯燕麦毛利率有所拖累。公司 25H1 复合燕麦片毛利率 48.84%，同比+2.32pct，原材料红利叠加产品结构提升，驱动毛利率提升。25Q2 公司销售费用率为 30.72%，同比+2.57pct，主要系宣传推广费用增加所致，管理费用率为 5.74%，同比-1.05pct。综上，25Q2 归母净利率为 5.46%，同比+0.18pct，扣非归母净利率为 4.94%，同比-0.16pct。公司 25Q2 股权激励费用约 380 万元，还原后公司营业利润同比增速达 40%。

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，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。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：预计 2025-2027 年公司实现收入 23.3/27.8/32.7 亿元，同比增长 22.7%/19.7%/17.4%，实现归母净利润 1.75/2.18/2.6 亿元，同比增长 31.7%/24.2%/19.4%，对应 PE 估值 27.8、22.4、18.7 倍，维持“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

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,578 | 1,896 | 2,326 | 2,783 | 3,268 |
| YOY(%) | 18.89 | 20.16 | 22.68 | 19.65 | 17.43 |
| 净利润(百万元) | 115 | 133 | 175 | 218 | 260 |
| YOY(%) | 6.13 | 15.36 | 31.72 | 24.20 | 19.44 |
| EPS(摊薄/元) | 0.52 | 0.60 | 0.79 | 0.98 | 1.17 |
| P/E(倍) | 42.21 | 36.59 | 27.8 | 22.4 | 18.7 |

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

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。 | 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所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