

西麦食品(002956)

报告日期: 2025年12月25日

深耕燕麦全链, 引领食养新风

——西麦食品首次覆盖报告

投资要点

- 中国唯一的燕麦全产业链上市公司, 短期新渠道和新品拓展带来收入增长, 利润端享受燕麦成本红利, 弹性逐步释放; 中长期布局大健康赛道, 打开后续成长空间。
- 核心竞争力: 产品、品牌与渠道的立体化协同优势**
 - 产品力: 深耕燕麦主业, 构建大健康产品矩阵**
公司以卓越品质与工艺巩固传统燕麦市场领先地位, 并积极横向拓展, 成功布局燕麦奶、蛋白质粉、即食燕麦粥等高附加值品类, 系统性地构建了在燕麦谷物大健康领域的综合竞争壁垒, 为持续增长开辟了广阔空间。
 - 品牌力: 领军燕麦市场, 强化全域消费者触达**
西麦作为获欧睿认证的“全球零售额第一的中国燕麦谷物品牌”, 拥有较高的市场占有率与消费者信任度。公司通过线上线下联动, 签约代言人、布局抖音小红书等方式强化年轻用户触达, 持续提升品牌影响力。
 - 渠道力: 全渠道精耕深拓, 积极拥抱新零售趋势**
1) 线上: 公司构建起“传统电商+兴趣电商”的全域布局, 抖音成为增长核心引擎。2) 线下: 构建了全国性的经销商网络, 把握渠道变革, 积极拓展零食量贩、社区团购及山姆等高势能渠道, 针对不同渠道特性进行差异化产品布局。
- 未来增长看点: 成长逻辑清晰, 燕麦主业稳定盈利可期, 大健康打开后续空间**
我国燕麦市场处于发展早期, 潜力广阔而格局优化空间显著。西麦作为行业龙头, 依托清晰的品类战略扩大市场份额, 同时凭借稳定的原料供应与全产业链布局, 有望将成本红利转化为持续的利润弹性, 驱动规模与盈利同步增长。公司战略性布局大健康赛道, 中长期打开第二增长曲线。通过产学研合作, 深度融合“传统食养”与“现代科技”, 成功推出“西麦食养系列”产品, 丰富健康食品矩阵, 强化公司在健康食品领域的综合竞争力。
- 盈利预测与估值**
我们预计西麦食品 2025-2027 年营收分别为 22.78/27.01/31.94 亿元, 同比增长分别为 20%/19%/18%; 实现归母净利润分别为 1.81/2.44/3.17 亿元, 同比增长分别为 36%/35%/30%。预计 25-27 年 EPS 分别为 0.81/1.09/1.42 元, PE 分别为 33/24/19x。考虑到公司所处健康食品消费领域的黄金赛道, 顺应国民对健康需求的长期趋势, 市场空间广阔且增长确定性高, 同时公司为燕麦全产业链上市公司, 具备一定稀缺性, 综合考虑给予公司 26 年 30x PE, 首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示**
食品质量及安全风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧等风险

投资评级: 买入(首次)

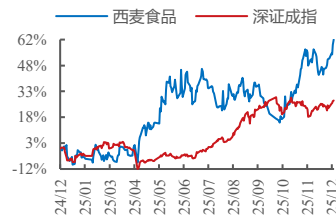
分析师: 杜宛泽
执业证书号: S1230521070001
duwanze@stocke.com.cn

研究助理: 隋牧含
suimuhan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 26.74
总市值(百万元)	5,969.62
总股本(百万股)	223.25

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1896.13	2278.08	2701.18	3193.94
(+/-) (%)	20.16%	20.14%	18.57%	18.24%
归母净利润	133.19	181.29	243.93	317.13
(+/-) (%)	36.85%	36.11%	34.56%	30.01%
每股收益(元)	0.60	0.81	1.09	1.42
P/E	44.82	32.93	24.47	18.82

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 公司介绍：燕麦行业知名品牌，精心打造健康谷物食品矩阵	5
1.1 发展历程：全产业链布局完善，上市后开启多元发展	5
1.2 股权结构：股权结构集中，股权激励激发员工积极性	6
1.3 主营业务：多元驱动增长，渠道与区域协同发展	7
1.3.1 产品拆分：核心燕麦产品占比持续攀升，多品类优化收入结构	8
1.3.2 渠道拆分：经销渠道稳筑底盘，直营渠道借力电商高速增长	8
1.3.3 地区拆分：南方大区迅速增长，北方区域稳步扩容	9
1.4 财务分析：盈利能力趋稳，费用率稳中有降	9
2 核心竞争力：多维构筑竞争壁垒，三重动能协同强化领先优势	10
2.1 产品：产品矩阵多元化，横向拓展与大健康布局并举	10
2.2 品牌：中国第一燕麦谷物品牌，品牌影响力持续扩大	11
2.3 渠道：线上线下精耕深拓，积极拥抱新渠道	13
3 未来增长看点：燕麦主业稳定且盈利可期，大健康打开第二增长曲线	15
3.1 燕麦：增长稳健可期，成本红利兑现	15
3.1.1 燕麦行业：燕麦健康价值引领，市场潜力与格局优化空间广阔	15
3.1.2 燕麦原料价格稳定，利润弹性进一步释放	17
3.1.3 成长逻辑清晰，燕麦品类发展规划明确，市场份额有望持续提升	18
3.2 大健康：食养系列契合药食同源发展趋势，打开第二增长曲线	18
3.2.1 国民健康意识持续提高，药食同源行业持续扩容	18
3.2.2 从产品端及渠道端拆解五谷磨房发展战略	20
3.2.3 西麦食品多维合作布局，开拓大健康领域	21
3.2.4 顺应药食同源，推出西麦食养系列	22
4 盈利预测与估值	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司产品品类结构图.....	5
图 2: 公司发展历程图.....	6
图 3: 公司股权结构图 (截至 2025 年 9 月 30 日)	6
图 4: 2019-2025H1 公司营收情况 (亿元, %)	8
图 5: 2019-2025H1 公司归母净利润情况 (亿元, %)	8
图 6: 2019-2024 年公司主营业务收入占比 (%)	8
图 7: 2020-2024 年各渠道营收情况 (亿元, %)	9
图 8: 2020-2024 年各渠道营收占比 (%)	9
图 9: 2019-2024 年各地区营收情况 (%)	9
图 10: 2019-2024 年各渠道营收占比 (%)	9
图 11: 2019-2024 西麦食品与可比公司销售毛利率水平 (%)	10
图 12: 2019-2024 公司与可比公司净利率变化 (%)	10
图 13: 2019-2024 西麦食品与可比公司销售费用率水平 (%)	10
图 14: 2019-2024 公司费用率情况 (%)	10
图 15: 全球第一的中国燕麦谷物品牌.....	12
图 16: 2019-2024 年销售费用明细占比 (%)	12
图 17: 2019-2024 年广告宣传推广费及销售费用情况.....	12
图 18: 积极进行线上品牌营销.....	13
图 19: 公司参加第 22 届全球高端食品展览会	13
图 20: 2019-2024 年经销商数量情况 (家, %)	13
图 21: 公司合作经销商.....	13
图 22: 2024 年中国有机燕麦消费者购买渠道 (%)	14
图 23: 西麦冲饮谷物全网品牌第一.....	14
图 24: 我国零食集合店行业市场规模情况	14
图 25: 公司在山姆渠道上架的三款产品.....	15
图 26: 谷物 β -葡聚糖的生物学作用	15
图 27: 2019-2029 年中国早餐谷物市场规模 (亿元, %)	16
图 28: 各机构预测中性情形老龄化率 (%)	16
图 29: 抖音平台燕麦行业消费人群年龄分布 (2023.1-2025.1)	16
图 30: 2024 年中国燕麦公司市场份额占比 (%)	17
图 31: 2020-2024 年各国或地区燕麦行业 CR3 对比 (%)	17
图 32: 公司成本结构拆分图.....	17
图 33: 公司进行国际化布局.....	18
图 34: 澳大利亚燕麦收获面积与总供应量	18
图 35: 公司燕麦品类发展战略拆分.....	18
图 36: 药食同源类消费者类型分布.....	19
图 37: 中国营养健康食品行业规模 (亿元) 及 CAGR.....	19
图 38: 消费者药食同源笔记中关键词占比.....	19
图 39: MAT2024 淘宝天猫药食同源市场 TOP20 成分销售额 (亿元)	19
图 40: 药食同源谷物粉市场主要参与者.....	20
图 41: 五谷磨房核心产品布局.....	20
图 42: 五谷磨房产品发展战略拆分.....	20

图 43: 五谷磨房渠道策略.....	21
图 44: 五谷磨房分渠道收入(亿元)及增速.....	21
图 45: 五谷磨房渠道收入占比.....	21
图 46: 新设企业布局大健康产业.....	22
图 47: 大健康发展战略合作协议.....	22
图 48: 西麦食养系列渠道布局情况.....	22
图 49: 养生粉类配料科学精准.....	22
表 1: 公司管理团队概况.....	7
表 2: 2025 年发布股权激励计划.....	7
表 3: 西麦食品部分产品价格表.....	11
表 4: 公司荣誉背书.....	12
表 5: β -葡聚糖在各国获得批准的健康声称汇总表.....	15
表 6: 西麦食品盈利预测表(百万元).....	23
表 7: 可比公司相对估值.....	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 公司介绍：燕麦行业知名品牌，精心打造健康谷物食品矩阵

公司专注于燕麦健康事业，是中国唯一的燕麦全产业链上市公司。目前，公司已构建起热食冲调谷物、冷食休闲谷物、杂粮主食及功能营养食品四大产品系列，全面覆盖消费者多元化健康饮食需求。西麦的战略布局明确聚焦两大方向：一是立足燕麦主业，深化全产业链优势，打造覆盖全产品、全场景、全客群的燕麦生态圈；二是向大健康领域延伸，依托先进科技开发功能营养食品与特医特膳产品，拓宽健康价值边界。最终助力品牌实现“世界的西麦”的全球化跨越。

图1：公司产品品类结构图



资料来源：淘宝，京东，浙商证券研究所

1.1 发展历程：全产业链布局完善，上市后开启多元发展

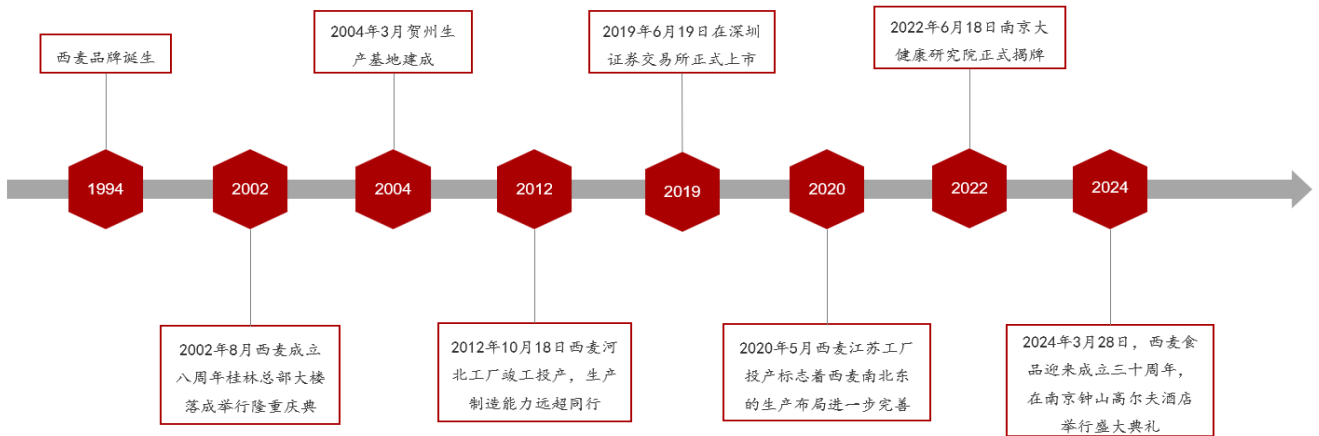
西麦食品是一家专注于燕麦食品研发、生产和销售的企业。公司秉持“从田间到餐桌”全产业链过程控制理念，依托严格品控、高品质原料及先进生产线，为消费者提供优质健康食品。公司主要经历以下几个发展阶段：

1) 初创与基础建设阶段（1994 - 2012 年）：1994 年西麦品牌诞生。2002 年桂林总部大楼落成，公司初步构建起运营与管理中心，为后续发展奠定坚实基础。2004 年贺州生产基地建成，生产制造能力初步显现，燕麦产品产量逐步提升。2012 年河北工厂竣工投产，公司产能实现跨越式增长，显著提升行业竞争地位，为扩大市场份额提供了强大支撑。

2) 快速扩张与上市阶段（2012 - 2020 年）：2019 年公司在深圳证券交易所正式挂牌上市，进入资本市场，获得更广阔的发展空间与资金支持，品牌影响力进一步提升。2020 年江苏工厂投产，完善公司南北东的生产布局，可高效响应区域市场需求，优化物流配送与市场供应体系。

3) 深化布局与多元发展阶段（2022 年至今）：2022 年南京大健康研究院正式揭牌，南京西麦总部大楼入驻，公司加大在大健康领域的研发投入，积极探索燕麦与其他健康食材的结合，向多元化健康食品方向拓展。2024 年，西麦食品迎来成立三十周年，公司总结经验、展望未来，将继续秉持全产业链理念，向百年健康品牌的宏伟目标迈进。

图2：公司发展历程图

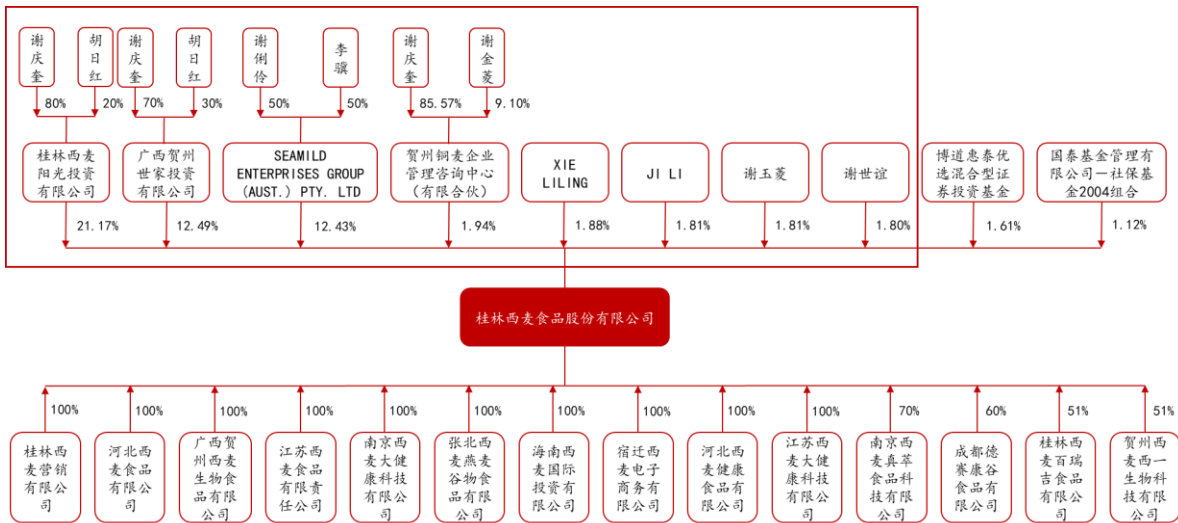


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 股权结构：股权结构集中，股权激励激发员工积极性

公司为家族企业，股权结构集中。公司实控人为谢庆奎、胡日红、XIE LILING、谢金菱及JI LI，谢世谊、谢玉菱为实控人的一致行动人，七人亲属关系紧密，谢庆奎与胡日红为夫妻，与XIE LILING、谢金菱、谢玉菱为父女，与谢世谊为父子，谢金菱与JI LI为夫妻。创始人兼董事长谢庆奎家族合计持股 55.23%，公司股权集中，实控人对公司的控制能力强，为经营决策稳定提供支撑。

图3：公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

核心管理层经验丰富，稳定性突出。公司管理团队均具备丰富行业实践经验，专业能力覆盖战略决策、产品营销、财务管理等多个领域。核心管理层均自 2017 年起加入公司，长期深耕过程中深度熟悉公司业务模式及行业特性，有效保障公司发展战略的连贯性与稳定性，为公司持续稳健运营奠定坚实基础。

表1: 公司管理团队概况

姓名	职位	出生年份	履历
谢庆奎	董事长, 董事	1951	公司实际控制人, 现任公司董事长。
孙红艳	董事, 总经理	1980	2017-2023年任西麦食品副总经理, 2024年起曾任桂林西麦营销有限公司业务、区域经理、省区经理、大区总监、销售总监、公司副总经理, 现任公司总经理、董事。
谢金菱	董事, 副总经理, 董事会秘书	1977	历任公司法务审计部经理、采购部经理、董事长助理、副总经理、董事、董事会秘书; 现任公司董事、董事会秘书、副总经理。
张志雄	财务总监	1975	历任桂林漓佳金属有限责任公司财务部职员、桂林集琦药业股份有限公司及桂林集琦集团有限公司财务部副部长、桂林市振达生物科技有限责任公司及振达房地产开发有限责任公司总经理助理兼财务经理、西麦营销财务部经理、公司财务部经理; 现任公司财务总监。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股权激励激发员工积极性。2025年公司推出员工持股计划, 以8.16元每股授予对公司发展有重要贡献和关键作用的董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员以及核心骨干人员(不超过62人, 不含预留份额)合计约220.26万股, 占公司当前总股本的0.9866%, 长期绑定员工利益, 激发员工潜力, 提升公司凝聚力, 促进公司持续稳健发展。

表2: 2025年发布股权激励计划

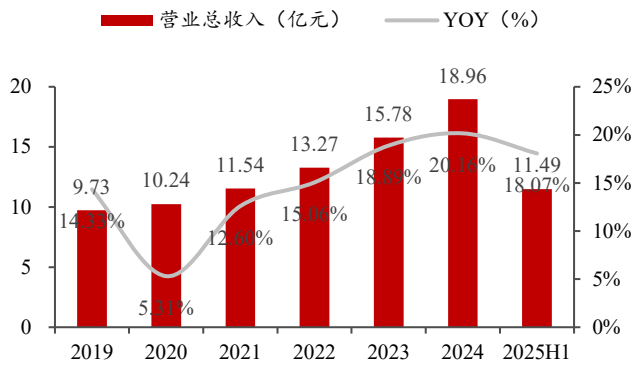
2025年员工持股计划	
数量	规模不超过2,202,600股, 约占公司当前总股本的0.9866%
范围	对公司(含全资子公司、控股子公司, 下同)任职的董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员以及核心骨干人员。员工总人数不超过62人(不含预留份额), 其中董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员共计1人
第一个解锁期	以公司2024年营业收入为基准, 公司2025年营业收入增长率不低于15%
第二个解锁期	以公司2024年营业收入为基准, 公司2026年营业收入增长率不低于32.25%
第三个解锁期	以公司2024年营业收入为基准, 公司2027年营业收入增长率不低于52.0875%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 主营业务: 多元驱动增长, 渠道与区域协同发展

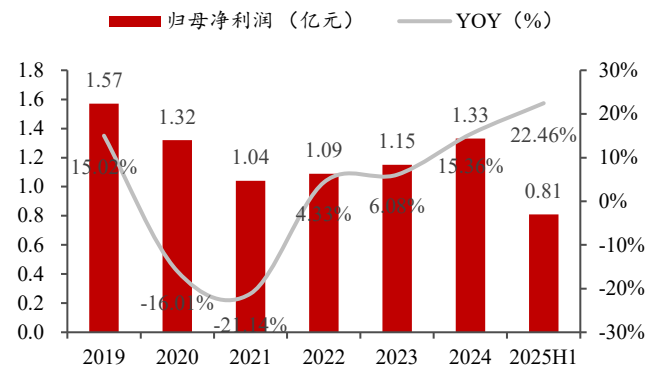
公司收入表现亮眼, 净利润恢复稳健增长态势。公司营收虽受2020年新冠疫情影响增速阶段性放缓, 但整体仍保持快速增长态势, 2019-2024年, 公司总营收从9.73亿元攀升至18.96亿元, 期间CAGR为14.27%, 营收增长主要系产品升级创新、渠道拓展和优化。利润端方面, 受原料成本波动影响, 公司净利润增速弱于营收且呈现一定波动。2020-2021年, 受新冠疫情冲击及居民消费疲软影响, 公司归母净利润同比大幅下降; 2022年后净利润逐渐回升, 2024年归母净利润达1.33亿元, 同比增长15.36%; 未来伴随着公司运营效率提升、成本控制优化, 净利润有望进一步增长。

图4：2019-2025H1 公司营收情况（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：2019-2025H1 公司归母净利润情况（亿元，%）



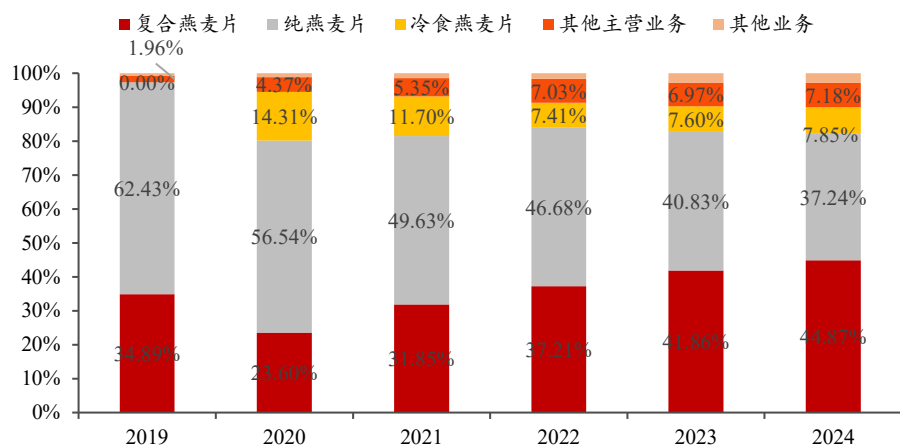
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3.1 产品拆分：核心燕麦产品占比持续攀升，多品类优化收入结构

公司主要产品有热食燕麦：纯燕系列燕麦片（纯燕、有机、燕麦麸皮等）、复合系列燕麦片（牛奶燕麦、中老年燕麦、燕麦+、谷物粉、燕麦主食、功能性食品等），休闲系列燕麦片（烘焙燕麦、减脂燕麦等）。

收入结构逐渐优化，多品类协同支撑增长。核心燕麦产品（包括复合燕麦片、纯燕麦片和冷食燕麦片）的收入比重逐年上升，有力支撑公司的持续增长。复合燕麦片收入占比呈增长态势，从2019年的34.89%逐渐上升至2024年的44.87%，现其占比已超过纯燕，伴随市场需求的持续释放，该品类已成为公司近年来业绩增长的主要引擎。冷食燕麦片收入占比在2020-2022年间阶段性下降后，自2022年起维持在7%以上，其市场接受度逐步提升。

图6：2019-2024 年公司主营业务收入占比（%）



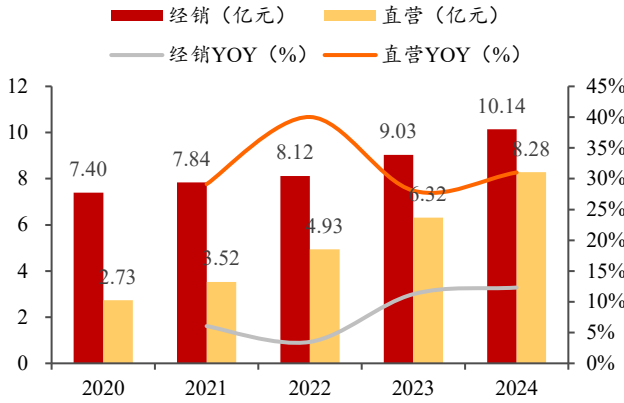
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3.2 渠道拆分：经销渠道稳筑基盘，直营渠道借力电商高速增长

经销渠道精耕细作，营收稳健扩容。2020-2024年，公司经销渠道营收从7.40亿元增至10.14亿元，期间CAGR为8.21%，保持稳健增长趋势。公司注重营销渠道建设，构建起多层次、广覆盖、高效率的立体线下营销网络，截至2024年末，合作经销商总数已达1920家；未来伴随着渠道开拓与市场下沉推进，经销渠道增长潜力有望进一步释放。

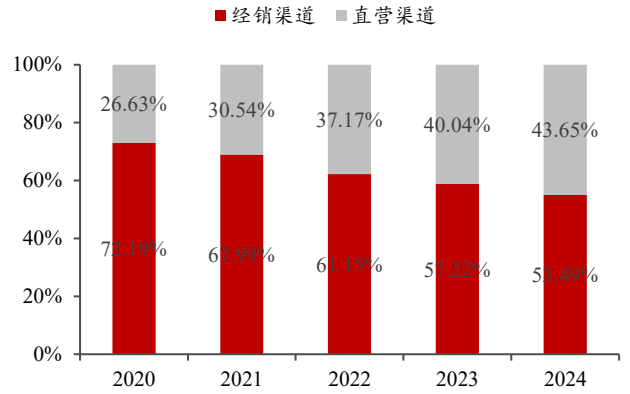
直营渠道聚焦电商发力，增长势头迅猛。公司敏锐洞察渠道环境变化，较早布局电商这一重要直营赛道，并持续优化渠道运营与建设。2020-2024年，直营渠道营收从2.73亿元大幅增长至8.28亿元，期间CAGR高达31.97%，展现出高速增长活力。伴随电商行业蓬勃发展，直营渠道营收占比亦稳步提升，从2020年的26.63%攀升至2024年的43.65%，成为公司渠道结构中的重要增长极。

图7：2020-2024年各渠道营收情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图8：2020-2024年各渠道营收占比（%）

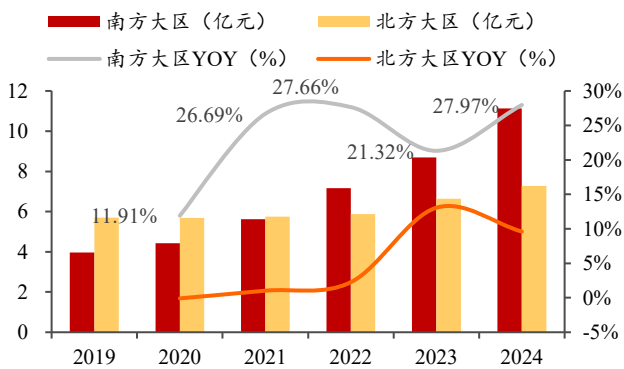


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3.3 地区拆分：南方大区迅速增长，北方区域稳步扩容

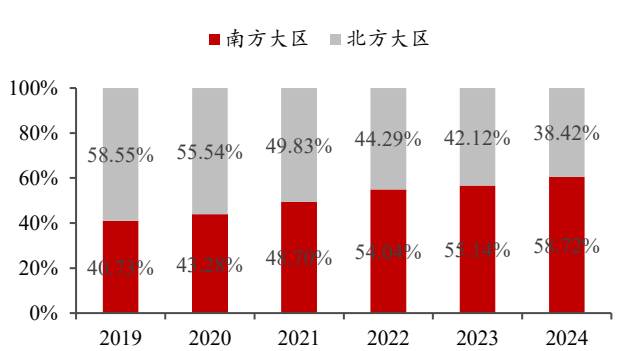
南方大区作为公司优势区域，近年保持高速增长态势。2019-2024年，南方大区营收从3.96亿元增至11.13亿元，且自2020年起增速保持在20%以上；营收规模的持续扩张推动区域占比实现逆转，2022年起南方大区营收占比超过北方，2024年南方、北方大区营收占比分别为58.72%、38.42%，优势区域的增长引擎作用进一步凸显。北方大区营收规模稳步提升，2019-2024年从5.70亿元提升至7.28亿元，期间CAGR为5.05%。针对华东、华南等弱势区域，公司调整市场，提升市场占有率。

图9：2019-2024年各地区营收情况（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图10：2019-2024年各渠道营收占比（%）

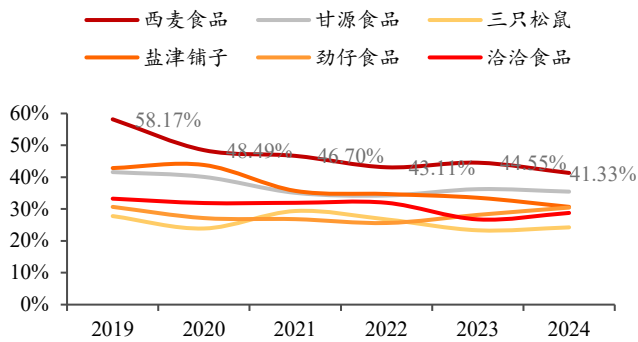


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4 财务分析：盈利能力趋稳，费用率稳中有降

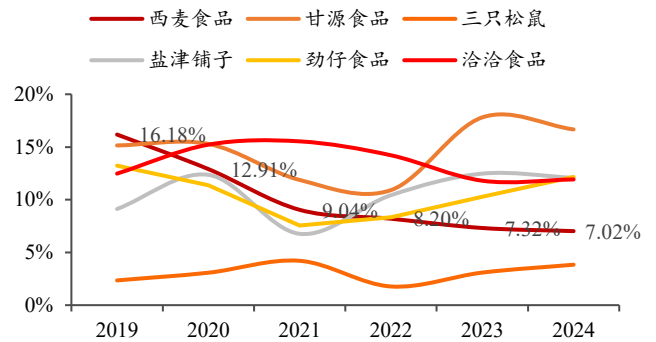
毛、净利率下行后趋稳。公司毛、净利率呈下降趋势，并已趋于稳定，2019-2024年，公司销售毛利率从58.17%下降至41.33%，主要系2020年起会计准则变更及原料成本上行压力；净利率由2019年的16.18%下降至2024年的7.02%，并逐渐稳定在7%以上。

图11：2019-2024 西麦食品与可比公司销售毛利率水平（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

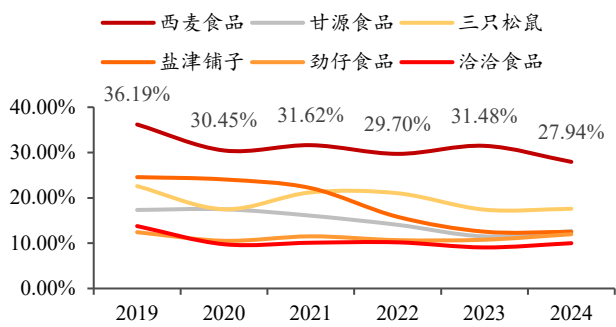
图12：2019-2024 公司与可比公司净利率变化（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

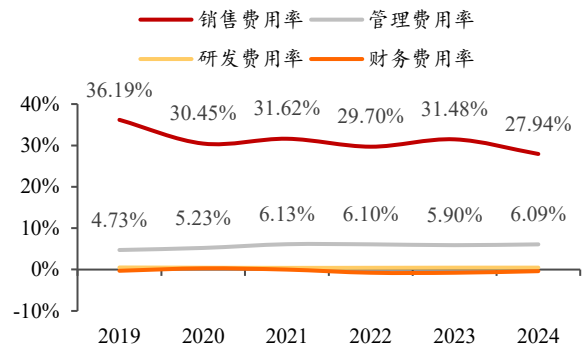
费用率稳中略降，销售费用率呈优化态势。公司费用率保持基本稳定，销售费用率处同业较高水平，依托品牌效应与结构优化，近年来销售费用率呈下降态势。2024年销售费用率同比下降3.54pct，主要系规模扩张带来的规模效应。

图13：2019-2024 西麦食品与可比公司销售费用率水平（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：2019-2024 公司费用率情况（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 核心竞争力：多维构筑竞争壁垒，三重动能协同强化领先优势

2.1 产品：产品矩阵多元化，横向拓展与大健康布局并举

公司作为国内燕麦产业的深耕者与领军品牌，长期聚焦燕麦核心主业，凭借卓越的产品品质与持续创新的工艺，在传统燕麦市场持续巩固领先优势并驱动业绩稳健增长。为把握健康消费升级浪潮下日益多元化的需求，公司积极拓展产品矩阵，在燕麦奶与燕麦谷物盖、蛋白质粉、燕麦粥等新品类上实现突破，逐步实现燕麦谷物细分领域优势积累，系统地构建其在燕麦谷物大健康细分领域的综合竞争壁垒，为未来增长打开广阔空间。

表3：西麦食品部分产品价格表

系列	复合系列					纯燕系列		
图片								
产品	牛奶燕麦片	中老年营养燕麦片	紫薯山药燕麦	五黑粉	奇亚籽豆乳燕麦片	即食燕麦片	有机纯燕麦片	高纤燕麦麸皮
系列	牛奶燕麦片	中老年燕麦片	谷物粉	燕麦+	清洁标签	即食燕麦片	有机燕麦片	高纤燕麦麸皮
售价	22.61元/560g	24.9元/700g	39.9元/520g	31.59元/500g	16.69元/280g	15.9元/1000g	38.9元/880g	34.9元/400g
系列	休闲系列			创新产品				
图片								
产品	空气全麦脆	多种水果燕麦脆	红茶莓莓烘焙燕麦片	厚切燕麦牛乳吐司	黑麦苏打饼干	燕窝燕麦粥	胶原蛋白燕窝肽饮	红参阿胶肽饮
系列	全麦脆	麦脆高竿	格兰诺拉	燕麦吐司	苏打饼干	燕麦粥	功能滋补	
售价	18.89元/400g	39.8元/250g	19.9元/200g	35.61元/480g	52.9元/2500g	99元/1530g	446.4元/800ml	446.4元/800ml

资料来源：淘宝官方旗舰店，公司公告，浙商证券研究所

横向拓展燕麦谷物市场，开拓大健康新市场。公司战略并购成都德赛康谷食品有限公司，将燕麦谷物产业横向拓展至酸奶谷物盖市场，截至2024年末谷物盖产能全国第一。与多家企业探索建立深度合作，以消费者需求为导向、以研发带动产品升级，推出高钙益生菌蛋白粉等产品丰富大健康产品线。通过创新合作形式进入燕麦奶市场，积极布局营养饮品、即食燕麦粥等高附加值产品，在燕麦粥等新兴细分品类市场展现较好成长性。公司积极推动“食养结合”项目研究，多维度推动燕麦谷物市场的横向拓展与大健康新市场的开拓。

2.2 品牌：中国第一燕麦谷物品牌，品牌影响力持续扩大

“西麦”品牌历经逾二十年的市场耕耘，已确立其在中国燕麦市场中的领导地位。西麦作为获欧睿认证的“全球零售额第一的中国燕麦谷物品牌”，线上线下全渠道市场份额稳居全国首位，“好燕麦·吃西麦”的品牌理念形成广泛的用户认知。品牌价值的核心体现，既包含稳固的市场占有率，同时获得多项政府及行业权威荣誉的深度背书，有效筑牢品牌在消费者心中的信任根基。

表4：公司荣誉背书

荣誉名称	授予单位	授予单位性质
广西名牌产品	广西壮族自治区实施质量强桂 战略工作领导小组办公室	政府机构
全国工业品牌培育示范企业	工业和信息化部	政府机构
全国营养科学先进营养促进贡 献奖	中国营养学会	经民政部注册、登记 的社会团体
广西民营企业制造业 100 强	广西壮族自治区工商业联合会	政府机构
宿迁农业产业化市级龙头企业	宿迁市农业农村局	政府机构
第五届贺州政府质量奖	广西贺州市人民政府	政府机构
全国轻工行业先进集体	人力资源社会保障部、中国轻 工业联合会、中华全国手工业 合作总社	政府机构、全国性行 业组织、集体所有制 经济联合组织

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

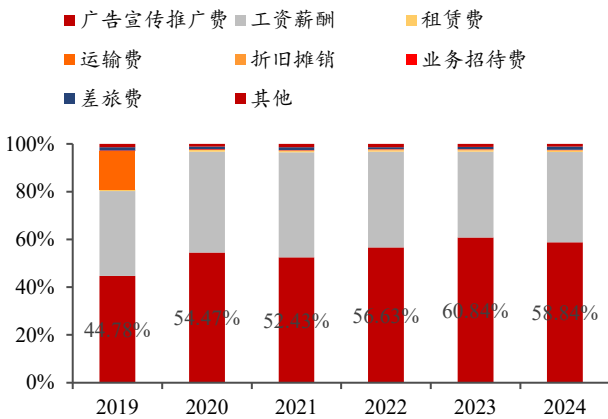
图15：全球第一的中国燕麦谷物品牌



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

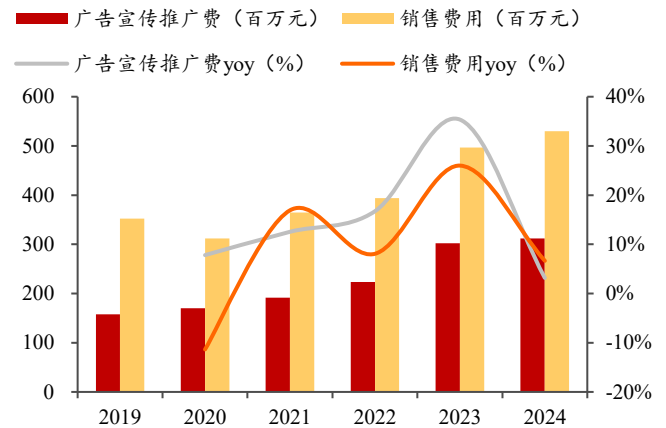
深谙品牌建设对业务拓展的长期价值，持续进行品牌营销上战略投入。公司销售费用率始终维持在 30% 左右的较高水平，体现公司对市场投入的坚定态度。其中，广告宣传推广费占销售费用的比例长期稳定在 50% 以上，凸显公司在整体销售开支中对品牌推广的持续倾斜。

图16：2019-2024 年销售费用明细占比 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17：2019-2024 年广告宣传推广费及销售费用情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

多维度品牌建设，巩固提升品牌影响力。顺应媒体环境变迁，在抖音、小红书等社交平台积极开展 KOL/KOC、IP 化、品牌形象代言人等多维布局，有效提升在年轻群体中的品牌声量。公司坚持线上线下融合的推广策略，通过打造品牌形象店、举办数万场品牌 MINI 秀活动以及积极参与国内外重要行业展会，持续强化消费者认知及品牌影响力。

图18：积极进行线上品牌营销



资料来源：抖音，小红书，浙商证券研究所

图19：公司参加第22届全球高端食品展览会

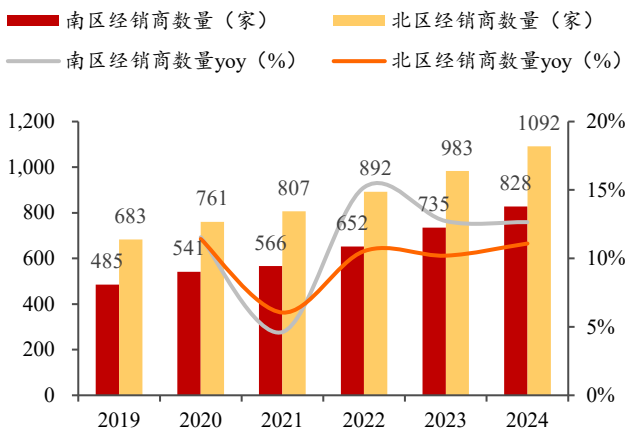


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.3 渠道：线上线下精耕深拓，积极拥抱新渠道

构建全国性经销商网络，夯实线下终端渗透基础。2019-2024年，公司总经销商数量从1168家提升至1920家（其中南区828家，北区1092家），期间CAGR达10.45%，经销网络持续向全国拓展。凭借庞大高效的经销商体系，产品进入地区性中型连锁超市、便利店及批发市场等终端，同时推进“百万县城”等渠道下沉策略，覆盖城市社区、乡镇与农村地区，2024年线下业务同比增长14%，有力夯实了线下终端的市场渗透力。

图20：2019-2024年经销商数量情况（家，%）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图21：公司合作经销商



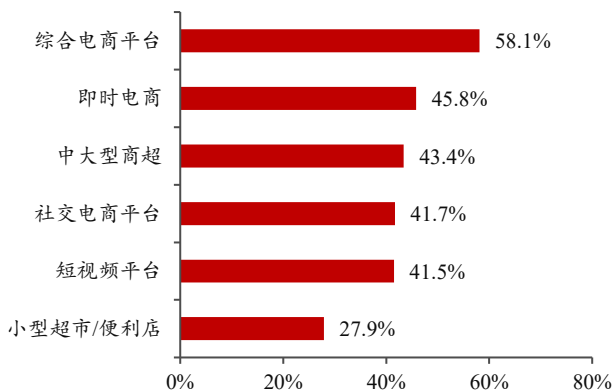
资料来源：淘宝官方旗舰店，浙商证券研究所

电商已成为燕麦产品触达消费者的核心渠道。艾媒数据显示，2024年中国有机燕麦消费者购买燕麦产品时，选择综合电商平台的消费者占比为58.1%，电商对燕麦销售具有关键驱动作用。公司构建“传统电商+兴趣电商”的全域布局，线上业务增长显著，2024年线上渠道销售同比增长超17%，且在各主流电商平台销售排名第一。

发力全域电商生态，巩固燕麦品类线上领先。传统电商立足天猫、京东，充分发挥产品力及品牌优势，精细化运营推动传统电商稳健增长；兴趣电商重点布局抖音、小红书等平台，抖音冲饮燕麦市占率居首，2022-2024年抖音GMV实现了从1.71亿元再到3.89亿元再到4.68亿元的三级跳，成为增长的重要引擎；入驻兴盛优选、美团优选等

社区团购平台，深化与京东到家、美团、多点等 O2O 平台的合作，持续巩固线上领先优势。

图22：2024年中国有机燕麦消费者购买渠道（%）



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

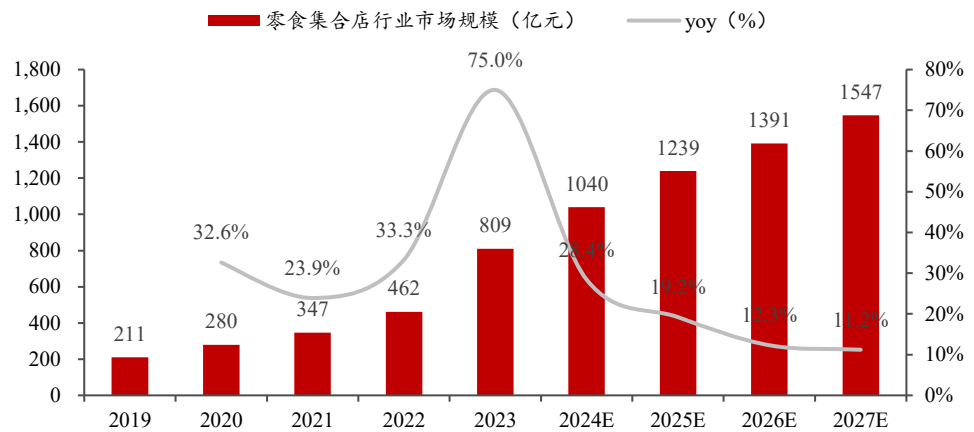
图23：西麦冲饮谷物全网品牌第一



资料来源：公司官网，小红书官方账号，浙商证券研究所

拓展新零售创新赛道，激活增量销售潜力。近年来，零食量贩行业高速发展，艾媒数据显示，2023年市场规模为809亿元，预计2027年规模将达到1547亿元，期间CAGR为17.59%。公司积极拥抱零食渠道，针对渠道特性增加SKU，实现差异化营销，提升产品销量贡献，2023年线下零食渠道销售同比增长超180%。2024年新零售渠道整体表现亮眼，GMV销售规模超亿元，同比增长35%。此外，公司重点开发社区便利、生鲜超市等新零售渠道，持续提升市场占有率，为销售规模增长注入新动能。

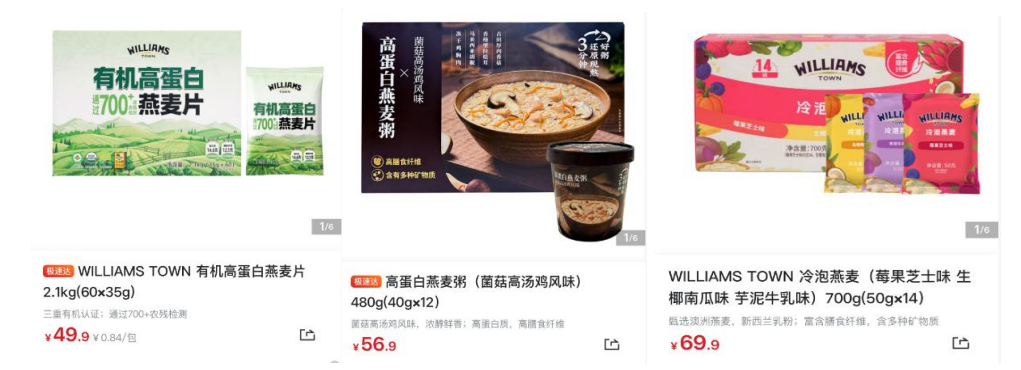
图24：我国零食集合店行业市场规模情况



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

重视山姆等高势能渠道布局，曾推出三款专供产品。有三款核心产品完成山姆渠道布局，分别为：有机高蛋白燕麦片、高蛋白燕麦粥及冷泡燕麦。该产品组合兼具功能性、便利性与健康属性，精准匹配山姆用户对高品质健康食品的需求，初步形成在会员制渠道中的差异化竞争力。

图25：公司在山姆渠道上架的三款产品



资料来源：山姆微信小程序，浙商证券研究所

3 未来增长看点：燕麦主业稳定且盈利可期，大健康打开第二增长曲线

3.1 燕麦：增长稳健可期，成本红利兑现

3.1.1 燕麦行业：燕麦健康价值引领，市场潜力与格局优化空间广阔

燕麦为天然健康食品，丰富营养与权威背书筑牢行业发展根基。燕麦是唯一上榜“全球十大健康食物”的谷类，富含多种功能成分，其膳食纤维含量是精制大米的26倍，小麦粉的35倍。其富含的β-葡聚糖还具有降低胆固醇水平、降低血糖、调节肠道等对人体有益的生物学作用，燕麦β-葡聚糖获得美国、欧盟、加拿大等多国权威健康声明认可，极大提升了燕麦产品的附加值，增强其市场吸引力，为行业发展夯实基础。

表5：β-葡聚糖在各国获得批准的健康声明汇总表

国家	健康声明	符合条件的食物来源
欧盟 (2011,2012)	燕麦β-葡聚糖可降低胆固醇水平；β-葡聚糖可维持正常胆固醇水平；燕麦/大麦来源的β-葡聚糖减少餐后血糖上升；燕麦纤维增加排便量	燕麦、燕麦麸皮、大麦、大麦麸皮或以上四种的混合物
加拿大 (2011,2012)	燕麦β-葡聚糖有助于降低胆固醇水平	燕麦麸皮、燕麦片、全燕麦粉等
美国 (2012)	特定食品中的可溶性膳食纤维(β-葡聚糖)降低心脏病风险	燕麦/大麦来源的β-葡聚糖、车前子壳
马来西亚 (2012)	燕麦/大麦β-葡聚糖降胆固醇；燕麦可溶性纤维(β-葡聚糖)降低血糖升高幅度	燕麦及大麦
澳大利亚/新西兰 (2013)	β-葡聚糖可降低胆固醇水平	燕麦麸皮、全谷物燕麦、全谷物大麦

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图26：谷物β-葡聚糖的生物学作用

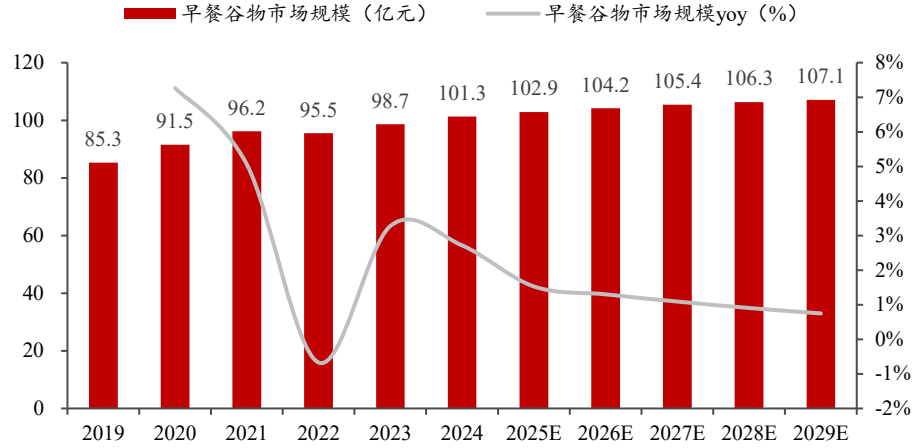


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我国燕麦市场尚处发展初期，规模稳步增长但提升空间广阔。根据 Euromonitor，我国早餐谷物市场规模从2019年的85.3亿元，提升至2024年的101.3亿元，已达百亿市场规模，期间CAGR为3.49%，保持稳定增长，预计2029年达到107.1亿。2024年，美国早餐

谷物市场规模为 129 亿美元，约占全球市场的 35%左右，对标欧美发达国家燕麦市场规模，我国燕麦产业尚处早期发展阶段，结合中国当前燕麦片消费场景扩展趋势，未来增长潜力显著。

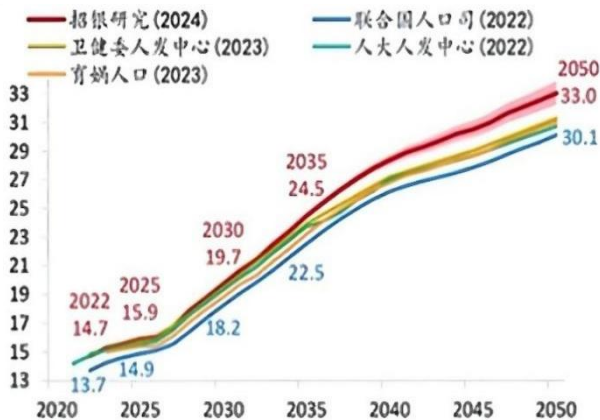
图27：2019-2029年中国早餐谷物市场规模（亿元，%）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

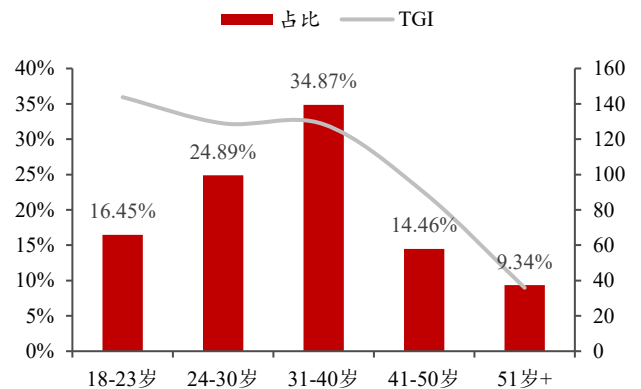
燕麦消费群体向全年龄段延伸，老龄化与年轻健康意识共促需求扩容。燕麦富含β-葡聚糖，可降糖降脂，深受中老年群体青睐，未来三十年中国老龄化人口占比预计至少提高一倍，将进一步拓展燕麦消费人群规模；受全球健康意识提升及国内燕麦加工工艺、新品形态创新影响，年轻人对燕麦的多元化需求被激发，抖音平台数据显示，燕麦行业18-30岁人群占比超四成，且18-23岁、24-30岁群体TGI分别达143.77、128.94，反映出年轻消费群体的偏好，年轻消费群体持续扩容，二者共同带动燕麦需求增长。

图28：各机构预测中性情形老龄化率（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

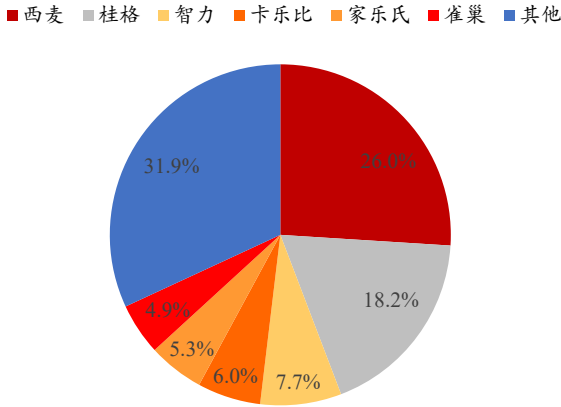
图29：抖音平台燕麦行业消费人群年龄分布（2023.1-2025.1）



资料来源：巨量算数，浙商证券研究所

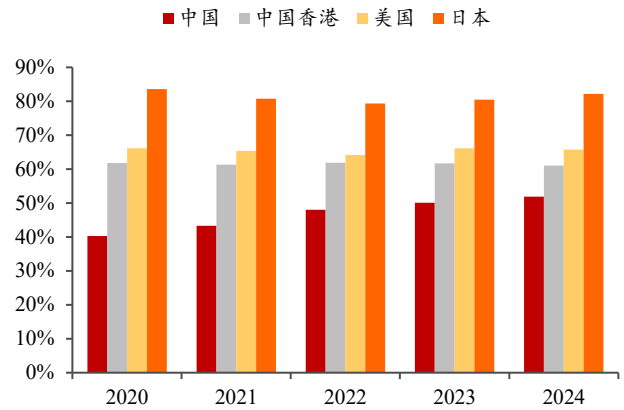
中国燕麦行业集中度仍处偏低水平，未来市场整合与头部品牌份额提升空间广阔。当前我国燕麦行业竞争格局清晰，西麦与桂格作为两大核心龙头，2024年分别占据26.0%、18.2%的市场份额。据Euromonitor数据，2024年我国燕麦行业CR3为51.9%，虽较2020年的40.3%实现显著提升，但与典型发达国家及地区相比，我国燕麦行业集中度仍存较大提升空间。伴随市场持续发展与下沉、行业整合进一步推进，头部品牌市场占有率有望持续提升。

图30：2024年中国燕麦公司市场份额占比（%）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图31：2020-2024年各国或地区燕麦行业CR3对比（%）

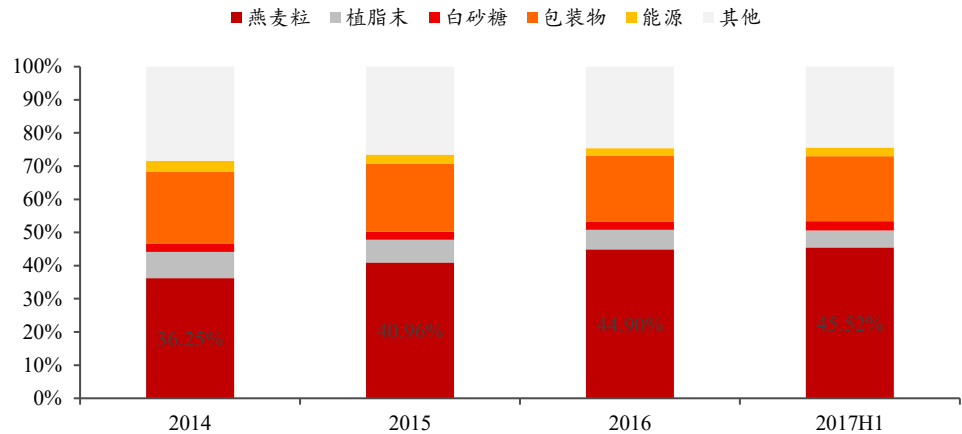


资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

3.1.2 燕麦原料价格稳定，利润弹性进一步释放

燕麦是产品的核心原料，成本占比较大。2014年至2017H1，原材料在总成本中的占比分别为46.53%、50.22%、53.34%和53.44%，呈现逐年上升趋势。其中，燕麦粒的成本占比尤为突出，同期分别达到36.25%、40.96%、44.90%和45.52%。

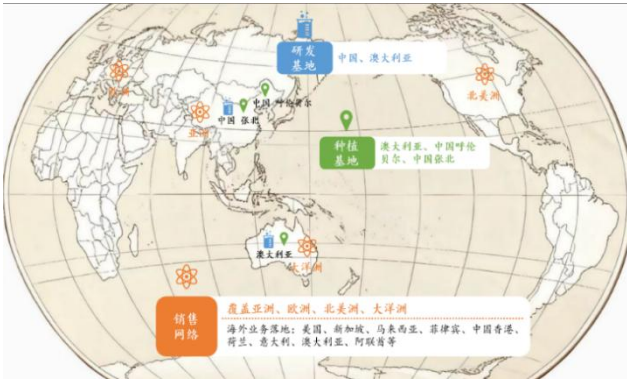
图32：公司成本结构拆分图



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

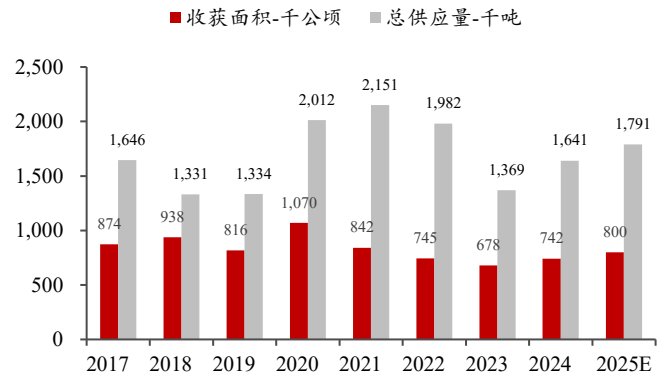
燕麦原料价格稳定，保障公司盈利能力。具体来看：1) **供应来源稳定**：公司生产用燕麦粒主要从澳大利亚进口。近年来，澳大利亚燕麦的收获面积与总供应量持续增长，预计未来价格将保持稳定。2) **供应链布局深化**：公司持续完善全球原料采购体系，积极推进“全产业链育种栽培”国际研究中心建设，不断拓展并升级国内黄金燕麦产区基地，于2021年新增签约5万亩绿色燕麦基地，进一步增强原料供应的自主可控能力，完善全产业链源头保障，2025年公司的张北燕麦生产基地将建成，将实现基地种植、农户收粮、清理加工一体化。**短期来看，燕麦原料价格稳定，公司利润弹性有望进一步释放。**

图33： 公司进行国际化布局



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

图34： 澳大利亚燕麦收获面积与总供应量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.3 成长逻辑清晰，燕麦品类发展规划明确，市场份额有望持续提升

燕麦品类发展战略清晰，目标三年内确立中国有机燕麦市场头部地位。以纯燕麦类基础产品为核心基本盘，夯实品牌在燕麦领域的专业认知；同时横向延伸品类布局，重点发展以复合系列及冷食系列为代表的高附加值产品线，突破传统燕麦市场边界，切入多元消费场景，驱动整体毛利率与市场规模提升。

图35： 公司燕麦品类发展战略拆分



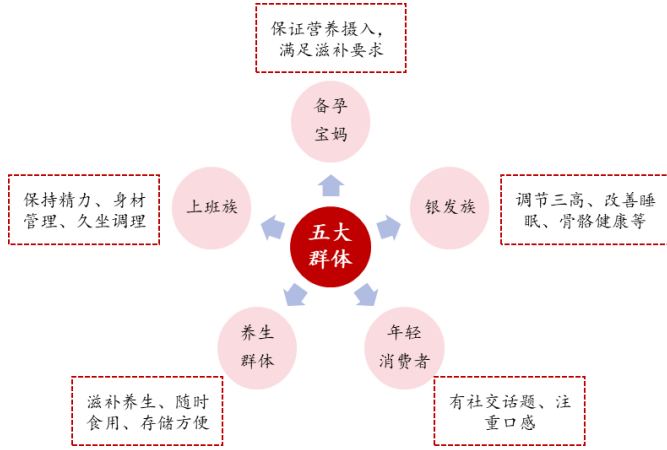
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 大健康： 食养系列契合药食同源发展趋势，打开第二增长曲线

3.2.1 国民健康意识持续提高，药食同源行业持续扩容

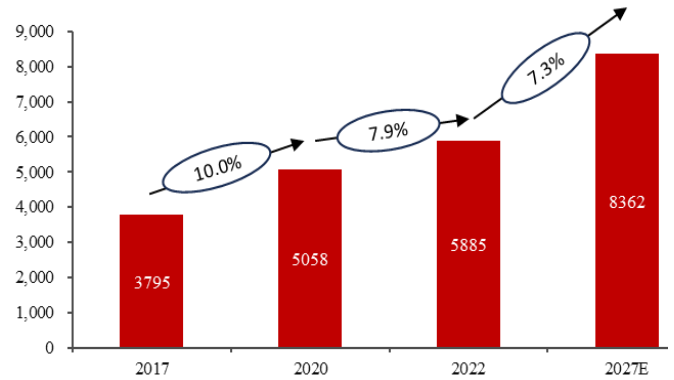
随着国民健康意识的持续增强，中国营养健康食品行业持续扩容。调研数据显示，超过半数的养生人群倾向于通过滋补食疗来改善身体健康状况，药食同源市场上目前存在五大类具有不同细分需求的消费群体。在需求端的有力推动下，中国营养健康食品行业持续扩容。截至2022年，行业整体规模已达5,885亿元。未来几年，该行业预计将保持稳健增长，到2027年规模有望突破8,000亿元，市场前景广阔。

图36：药食同源类消费者类型分布



资料来源：数食主张，浙商证券研究所

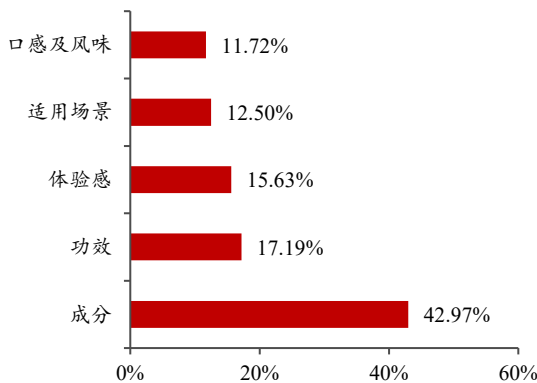
图37：中国营养健康食品行业规模（亿元）及 CAGR



资料来源：《2022 营养健康趋势白皮书》、魔镜社交聆听、《中国营养健康食品蓝皮书》，浙商证券研究所

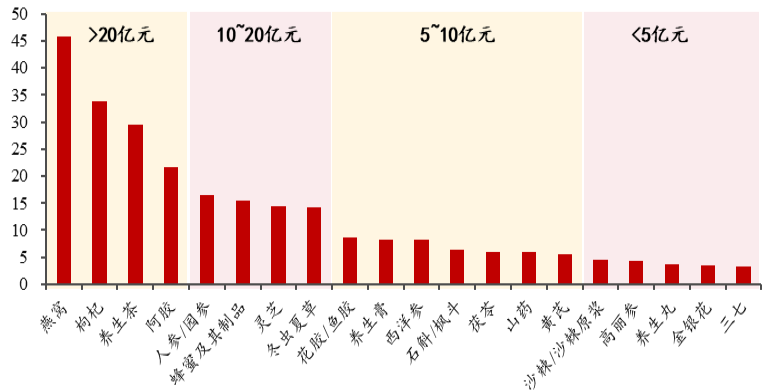
健康意识深化驱动成分关注，药食同源市场持续扩容。随着健康理念升级，消费者在药食同源产品选择上日趋理性，对原料成分的关注度显著提升，已成为影响其消费决策的关键考量。传统成分如燕窝、阿胶、枸杞等，凭借广泛的认知基础与消费信任，持续占据市场主导地位，构成行业基本盘；新兴成分如茯苓、石斛、当归、山药、黄芪等，则表现出强劲增长势头，正逐步走向大众视野，为市场注入新增量。

图38：消费者药食同源笔记中关键词占比



资料来源：数食主张，浙商证券研究所

图39：MAT2024 淘宝天猫药食同源市场 TOP20 成分销售额（亿元）

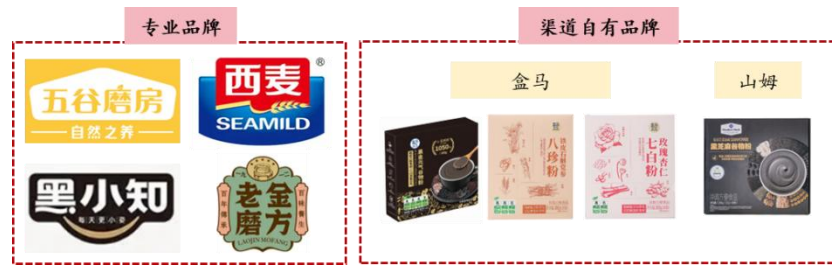


资料来源：魔镜洞察，浙商证券研究所

药食同源行业从 1.0 时代的原始食材，到 2.0 时代的便捷萃取，来到了全新的 3.0 阶段——核心是深度融入个体化的生活场景。药食同源谷物粉是 3.0 时代的代表性产品，具体是以方便冲泡的粉剂形态，复配科学的传统配方，以及适口的风味，将养生从一项“任务”转变为一种轻松的饮食方式，自然地嵌入早餐、办公、差旅等多种生活场景。当前，中国药食同源谷物粉市场的参与者主要分为两类，即以五谷磨房、西麦等为代表的专业品牌，和以盒马、山姆等零售渠道推出的自有品牌。

我们认为，当前药食同源谷物粉市场尚未形成稳固清晰的市场竞争格局，头部空缺带来发展机遇，为具备品牌势能与渠道基础的企业提供了重要窗口期。

图40：药食同源谷物粉市场主要参与者



资料来源：盒马 app，山姆微信小程序，浙商证券研究所

3.2.2 从产品端及渠道端拆解五谷磨房发展战略

作为谷物粉赛道模式已验证的先行者，五谷磨房凭借该路径实现业绩高速增长，2021-2024 年期间营业收入 CAGR 为 8.6%，净利润 CAGR 为 29.3%，2025H1 营业收入增速为 14.34%，净利润增速为 18.43%。

产品端：五谷磨房以经典黑粉系列为基石，通过拓展古方系列与食养礼系列，成功构建了“核心大单品+场景化产品”的立体矩阵，有效破解健康食品行业的同质化竞争困局。

经典系列筑牢基本盘，实现全场景覆盖。作为公司的战略基石，“核桃芝麻黑豆粉”已从单一单品发展为包含经典罐装、便携条装、无糖及有机版本的系列化矩阵，全面覆盖家庭存储、便捷随身、健康管理等多重消费场景。该单品凭借多年的市场深耕，在多个渠道持续占据食养谷物粉类目销售榜首，为公司提供了稳定的业绩支撑与广泛的用户基础。

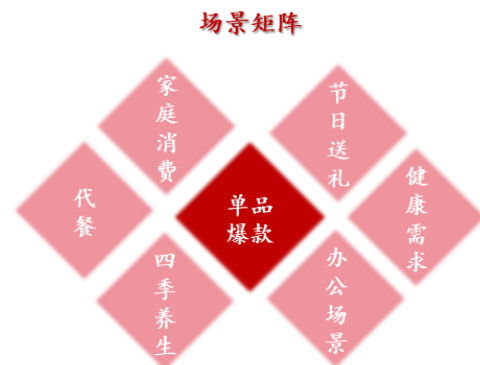
古方系列切入细分场景，打造季节化增长引擎。公司以药食同源理念为核心，针对季节与体质差异进行产品创新，相继推出春季“黑之养”、夏季“湿无踪”及秋冬“上品八珍”等产品。该系列将传统中医智慧与现代消费需求相结合，不仅实现了产品的差异化，更成功创造了“应季养生”的消费节奏。

图41：五谷磨房核心产品布局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图42：五谷磨房产品发展战略拆分



资料来源：浙商证券研究所

渠道端：五谷磨房构建了“线下直营奠基+线上内容深耕+会员渠道突破”的组合策略，精准回应健康食品注重体验与信任的消费特性。

线下直营：强化控制与洞察的基石

公司通过在线下开设门店起家，在沃尔玛、永辉等大型商超设立直营专柜，公司直接掌控终端布局、定价与服务。此模式不仅强化了品牌形象与体验，更能精准获取一线消费趋势与偏好数据，为产品创新提供关键输入。

新渠道突破：捕捉高端与礼品场景

公司敏锐切入山姆等会员制超市，凭借“无添加、高营养”产品（“八珍芝麻糊”“茯苓百合美苓粥”）成功打造爆款。同时，与盒马等合作推出定制礼盒，精准满足中产家庭节日送礼需求，拓展了高端消费场景。

线上深化：以内容驱动教育与转化

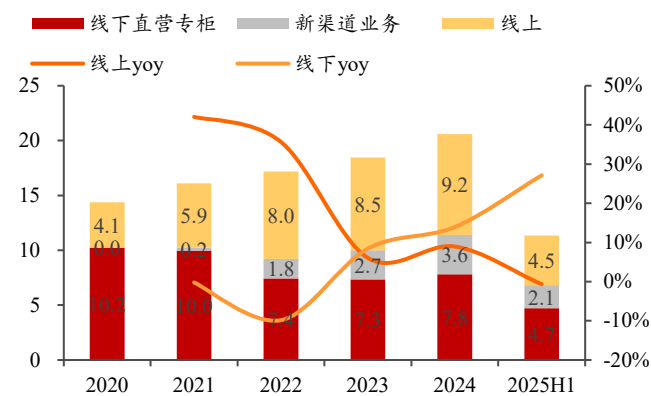
电商渠道同时承担用户教育功能。通过“千人千面”的直播（如宝妈育儿课、上班族早餐场景）与小红书等平台的第三方专业测评种草，将产品功效转化为可信内容，有效构建私域流量并培养长期消费习惯。

图43：五谷磨房渠道策略



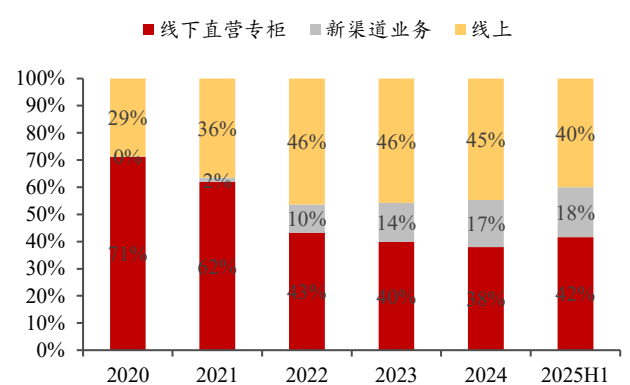
资料来源：公司官网，抖音，天猫，京东，浙商证券研究所

图44：五谷磨房分渠道收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所
注：线下包括线下直营专柜与新渠道业务

图45：五谷磨房渠道收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2.3 西麦食品多维合作布局，开拓大健康领域

多维合作布局，整合资源开拓大健康领域。2022年公司正式设立南京西麦大健康研究院，作为大健康领域科研与合作的重要载体，聚焦燕麦功能研究与健康食品创研。2025年公司与专注微生物发酵技术的一阳生共同组建西一公司，实现“产业基因”与“科技基因”的深度融合，聚焦“传统药食同源+现代生物发酵技术”创新应用，目标打造中国药食同源发酵健康产品领导品牌。公司还与玛士撒拉等企业签署大健康发展战略合作协议，通过整

合各方技术、渠道、资源优势，构建全方位大健康合作生态。

图46：新设企业布局大健康产业



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图47：大健康发展战略合作协议



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2.4 顺应药食同源，推出西麦食养系列

公司坚持战略前瞻，积极把握消费趋势变化，围绕燕麦核心主业持续深化产品与场景布局。一方面，公司深耕现有业务，通过细分场景挖掘与用户需求洞察，不断拓宽市场边界，提升存量市场份额；另一方面，依托系统的市场研究与品牌价值延伸，稳步推进品类拓展，探索第二增长曲线，构建可持续发展的业务格局。

公司推出“西麦食养系列”，进一步丰富了冲调类产品矩阵，强化了在健康食品领域的综合竞争力。食养系列目前全渠道布局，冲调粉配料科学精准，包装时尚，推出后试点动销反馈良好，期待后续为业绩赋能。

图48：西麦食养系列渠道布局情况



资料来源：公司官网，京东，淘宝，浙商证券研究所

图49：养生粉类配料科学精准

【品牌】西麦
【品名】燕窝肽杏仁七白粉
【配料】杏仁粉(≥30%)，速溶豆粉，结晶果糖，薏仁粉(14%)，大米粉，乳粉，铁棍山药粉(5%)，莲子粉，杏仁百合椰浆粉，芡实粉，茯苓粉，燕窝肽。
七白(药食同源)是指：杏仁，薏仁(薏苡仁)，山药，莲子，百合，芡实，茯苓，总添加量≥50%
燕窝肽≥50mg/100g

资料来源：淘宝，浙商证券研究所

我们认为，西麦凭借在健康食品领域长期积累的品牌认知势能，有望通过品牌延伸、渠道协同与生产优势，在市场实现快速渗透与份额抢占。“西麦食养”系列精准契合中式养生与“药食同源”的消费趋势，市场认可度日益提升，有望成为公司新的增长曲线，对未来整体营收及利润形成有力支撑。

4 盈利预测与估值

我们认为，在健康饮食行业持续扩容的趋势下，公司精准契合消费需求，有望充分享受行业发展红利。同时依托深厚的品牌积淀、成熟的供应链体系及全面的渠道布局，公司核心燕麦类产品具备强劲的市场竞争力，未来有望实现持续规模扩张。

分产品来看，2025-2027 年纯燕麦片预计增速分别为+14%/+11%/+10%，主要系 2025 年有机燕麦片进驻山姆渠道动销良好，产品已被消费者验证，后续随公司持续加大推广力度并拓宽新渠道，巩固并扩大现有优势，支撑其收入维持良好增长。

复合燕麦片：2025-2027 年复合燕麦片预计增速分别为+25%/+24%/+24%，主要系 1) 大单品持续发力：核心复合燕麦产品已验证市场竞争力，预计将继续贡献可观且稳定的收入流；2) 积极的品类矩阵扩张：公司持续布局与开发相关细分品类，不断贡献新的增长点。

冷食燕麦片（含德赛康谷）：2025-2027 年预计增速分别为+19%/+16%/+15%，主要考虑到德赛康谷业务逐渐步入正轨，后续将为营收贡献稳定的增长动力。

综上，我们预计西麦食品 2025-2027 年营收分别为 22.78/27.01/31.94 亿元，同比增长分别为 20%/19%/18%。考虑到燕麦处成本红利期，公司利润弹性有望释放，预计 2025-2027 年毛利率分别为 42.7%/43.2%/43.7%，费用端方面，公司秉持稳健的投入策略，聚焦核心业务高效投放资源，预计整体费用率将维持在平稳运行水平。综上，我们预计西麦食品归母净利润分别为 1.81/2.44/3.17 亿元，同比增长分别为 36%/35%/30%。

表6：西麦食品盈利预测表（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,024.5	1,153.5	1,327.2	1,578.0	1,896.1	2,278.08	2,701.18	3,193.94
%yoy	5.3%	12.6%	15.1%	18.9%	20.2%	20.14%	18.57%	18.24%
其中：纯燕麦片	579.2	572.5	619.6	644.3	706.1	804.92	893.46	982.81
%yoy	-4.6%	-1.2%	8.2%	4.0%	9.6%	14%	11%	10%
其中：复合燕麦片	241.8	367.4	493.9	660.6	850.9	1063.60	1318.86	1635.38
%yoy	-28.8%	51.9%	34.4%	33.8%	28.8%	25%	24%	24%
其中：冷食燕麦片	146.6	135.0	98.3	119.9	148.8	177.04	205.37	236.18
%yoy		-7.9%	-27.2%	22.0%	24.1%	19%	16%	15%
其中：其他主营业务	44.8	61.8	93.3	109.9	136.2	156.61	184.79	216.21
%yoy	134.6%	37.9%	51.1%	17.8%	23.9%	15%	18%	17%
其中：其他业务	12.0	16.9	22.2	43.3	54.2	75.91	98.69	123.36
%yoy	171.1%	140.3%	131.6%	194.9%	125.3%	40%	30%	25%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们选取休闲零食行业盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、卫龙美味、洽洽食品作为可比公司，可比公司 26 年对应 PE 平均值为 17x，考虑到西麦食品所处健康食品消费领域的黄金赛道，顺应国民对健康、便捷主食解决方案需求的长期趋势，市场空间广阔且增长确定性高，同时公司为市场唯一燕麦全产业链上市公司，具备一定稀缺性，综合考虑给予 26 年 30x PE，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表7: 可比公司相对估值

代码	简称	总市值(亿元人民币)	归母净利润(亿元人民币)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002847.SZ	盐津铺子	191.74	8.09	9.86	11.80	23.69	19.44	16.25
002991.SZ	甘源食品	54.10	2.53	3.41	4.02	21.41	15.85	13.46
003000.SZ	劲仔食品	52.93	2.52	3.12	3.67	20.98	16.97	14.44
9985.HK	卫龙美味	281.53	14.04	16.96	19.96	20.05	16.60	14.11
002557.SZ	洽洽食品	111.29	4.20	6.93	8.25	26.47	16.05	13.50
	平均	138.32	6.28	8.06	9.54	22.52	16.98	14.35

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 市值日期为 2025 年 12 月 25 日, 预测来自 Wind 一致预测

5 风险提示

行业竞争加剧风险。若行业竞争格局发生恶化, 或竞争对手采取激进的市场策略, 可能加剧价格战与费用投入, 从而对公司收入增长与利润空间构成双重挤压。

原料成本波动风险。公司核心原料燕麦采购成本易受全球供需、汇率及贸易政策影响。其价格若出现超预期上涨, 将冲击公司毛利率水平, 影响整体盈利能力。

食品安全风险。若公司供应链出现管理漏洞, 导致食品安全问题, 公司销售也将受到影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,238	1,575	1,811	2,136
现金	269	441	615	822
交易性金融资产	424	542	471	479
应收账款	110	137	163	202
其它应收款	2	6	5	6
预付账款	62	70	90	101
存货	281	321	399	454
其他	90	58	69	72
非流动资产	953	885	972	1,055
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	514	587	657	733
无形资产	40	44	49	50
在建工程	134	125	104	87
其他	265	128	162	185
资产总计	2,191	2,460	2,783	3,192
流动负债	635	698	776	867
短期借款	129	111	105	115
应付款项	319	394	458	532
预收账款	0	0	0	0
其他	187	193	214	220
非流动负债	24	19	20	21
长期借款	6	6	6	6
其他	18	14	14	16
负债合计	659	717	796	888
少数股东权益	17	17	17	17
归属母公司股东权	1,515	1,725	1,969	2,287
负债和股东权益	2,191	2,460	2,783	3,192

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,896	2,278	2,701	3,194
营业成本	1,112	1,306	1,536	1,799
营业税金及附加	17	23	27	32
营业费用	530	626	729	862
管理费用	115	137	149	144
研发费用	9	11	8	16
财务费用	(7)	(1)	(3)	(6)
资产减值损失	1	0	1	1
公允价值变动损益	6	13	10	5
投资净收益	6	3	3	3
其他经营收益	25	21	22	23
营业利润	157	213	290	377
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	157	213	290	377
所得税	24	32	46	60
净利润	133	181	244	317
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	133	181	244	317
EBITDA	203	253	333	425
EPS (最新摊薄)	0.60	0.81	1.09	1.42

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	20.16%	20.14%	18.57%	18.24%
营业利润	15.75%	35.40%	36.16%	30.01%
归属母公司净利润	36.85%	36.11%	34.56%	30.01%
获利能力				
毛利率	41.33%	42.69%	43.15%	43.68%
净利率	7.02%	7.96%	9.03%	9.93%
ROE	8.91%	11.07%	13.08%	14.78%
ROIC	8.18%	9.88%	11.62%	12.98%

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	170	350	212	311
净利润	133	181	244	317
折旧摊销	43	38	45	52
财务费用	(7)	(1)	(3)	(6)
投资损失	(6)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(22)	64	49	31
其它	30	71	(119)	(80)
投资活动现金流	(376)	(188)	(37)	(120)
资本支出	(174)	(100)	(91)	(108)
长期投资	0	0	0	0
其他	(202)	(88)	54	(12)
筹资活动现金流	(37)	11	(3)	16
短期借款	54	(19)	(6)	10
长期借款	6	0	0	0
其他	(97)	29	3	6
现金净增加额	(244)	173	173	207

偿债能力

资产负债率	30.09%	29.16%	28.62%	27.82%
净负债比率	20.74%	16.32%	13.99%	13.71%
流动比率	1.95	2.26	2.33	2.46
速动比率	1.51	1.80	1.82	1.94

营运能力

总资产周转率	0.90	0.98	1.03	1.07
应收账款周转率	22.28	20.65	21.46	21.33
应付账款周转率	5.15	4.79	4.91	4.89

每股指标(元)

每股收益	0.60	0.81	1.09	1.42
每股经营现金	0.76	1.57	0.95	1.39
每股净资产	6.78	7.73	8.82	10.24

估值比率

P/E	44.82	32.93	24.47	18.82
P/B	3.94	3.46	3.03	2.61
EV/EBITDA	15.72	20.27	15.04	11.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>