

信义山证汇通天下

证券研究报告

休闲食品

西麦食品（002956.SZ）

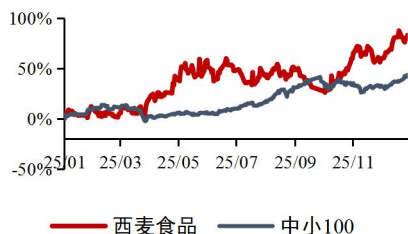
买入-A(维持)

燕麦龙头引领行业发展，大健康二次增长空间广阔

2026 年 1 月 12 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 1 月 9 日

收盘价（元/股）：	27.47
总股本（亿股）：	2.23
流通股本（亿股）：	2.23
流通市值（亿元）：	61.32

基础数据：2025 年 9 月 30 日

每股净资产（元/股）：	7.08
每股资本公积（元/股）：	3.06
每股未分配利润（元/股）：	2.62

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

投资要点：

➤ **中国燕麦龙头，营收稳健增长。**西麦食品公司成功打造了涵盖“育种、种植、研发、生产、销售”的完整产业链，2024 全年公司实现营业收入 18.96 亿元，同比增长 20.16%；归母净利润 1.33 亿元，同比增长 15.36%，规模在行业内遥遥领先。公司 2025 年实施员工持股计划，加强业绩激励。公司 2020-2024 年 5 年营收 CAGR 为 16.65%，公司作为行业绝对龙头，继续引领燕麦产品在中国市场的渗透。

➤ **燕麦行业量价齐升，产品及渠道多维度发力助推行业发展。**国民健康饮食理念的提升，驱动 2024 年中国燕麦行业的市场规模突破百亿，燕麦行业在国内当前仍处于朝阳行业，在渗透率持续提升叠加复合燕麦高增驱动下，整个行业呈现量价齐升态势。中国燕麦食品行业目前 CR3 约为 51.9%，其中，西麦食品市占率超过 20%，位列第一，相比于日美市场集中度极高的竞争格局，我国燕麦头部企业还需持续打磨各自壁垒。从燕麦行业渠道增量来看，线上渠道保持持续高增长，抖音天猫京东等均不断提供增量贡献更高收入占比，线下方面流通渠道继续下沉稳增长，零食量贩与山姆会员店等新兴渠道也呈现较好增长态势。

➤ **公司燕麦主业产品品牌渠道势能强劲，第二增长曲线大健康业务蓄势待发。**公司产品结构主要由复合燕麦片、纯燕麦片、冷食燕麦片组成，目前增量主要靠复合燕麦贡献，2022-2024 年同比分别增长 34.44%、33.76%、28.81%，作为燕麦行业第一大品牌，公司整体结构升级趋势明显，在渠道端，公司线下采取“经销为主+直销结合”的模式构建起庞大且高效的销售网络，通过多年深耕确保了一二线城市及下沉市场的渠道入驻，当前每年新增经销商约 10%，继续大力开拓下沉市场。在燕麦主业引领行业的同时，公司自 2025 年开始重点发力大健康业务，药食同源养生粉一经推出反响较好，销售起量非常快，后续可以乐观期待其他新品带来的收入利润增量。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 22.86、28.78、34.61 亿元，增速分别达到 20.6%、25.9%、20.3%，归母净利润分别为 1.84、2.55、3.07 亿元，PE 为 33.2/24.1/20 倍，公司收入业绩增速较快，维持“买入-A”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济恢复不及预期；原材料价格波动影响盈利情况；食品安全风险影响企业形象。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,578	1,896	2,286	2,878	3,461
YoY(%)	18.9	20.2	20.6	25.9	20.3
净利润(百万元)	115	133	184	255	307
YoY(%)	6.1	15.4	38.5	38.1	20.4
毛利率(%)	44.5	41.3	43.3	44.0	44.1
EPS(摊薄/元)	0.52	0.60	0.83	1.14	1.37
ROE(%)	7.9	8.7	11.4	14.1	15.0
P/E(倍)	53.1	46.0	33.2	24.1	20.0
P/B(倍)	4.2	4.0	3.8	3.4	3.0
净利率(%)	7.3	7.0	8.1	8.9	8.9

资料来源：常闻，山西证券研究所

目录

1. 燕麦行业龙头，业绩持续高增长.....	5
1.1 公司发展历程.....	5
1.2 公司股权情况.....	6
1.3 公司财务分析.....	7
2. 燕麦行业集中度仍有空间，西麦份额持续提升.....	10
2.1 市场规模与增速.....	10
2.2 行业集中度与竞争者.....	11
3. 产品品牌渠道持续领先，第二增长曲线蓄势待发.....	11
3.1 全产业链护城河.....	11
3.2 产品矩阵与品类结构.....	12
3.3 渠道能力与品牌打造.....	13
4. 公司经营展望.....	16
5. 盈利预测.....	17
6. 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 西麦食品历史沿革.....	5
图 2： 西麦食品产品系列.....	6
图 3： 公司 2019-2025Q3 营业收入及增速.....	7
图 4： 公司 2019-2025Q3 销售毛利率.....	9
图 5： 公司 2019-2025Q3 营业成本.....	9
图 6： 公司 2019-2025Q3 资产负债率.....	9
图 7： 中国燕麦市场规模情况.....	10

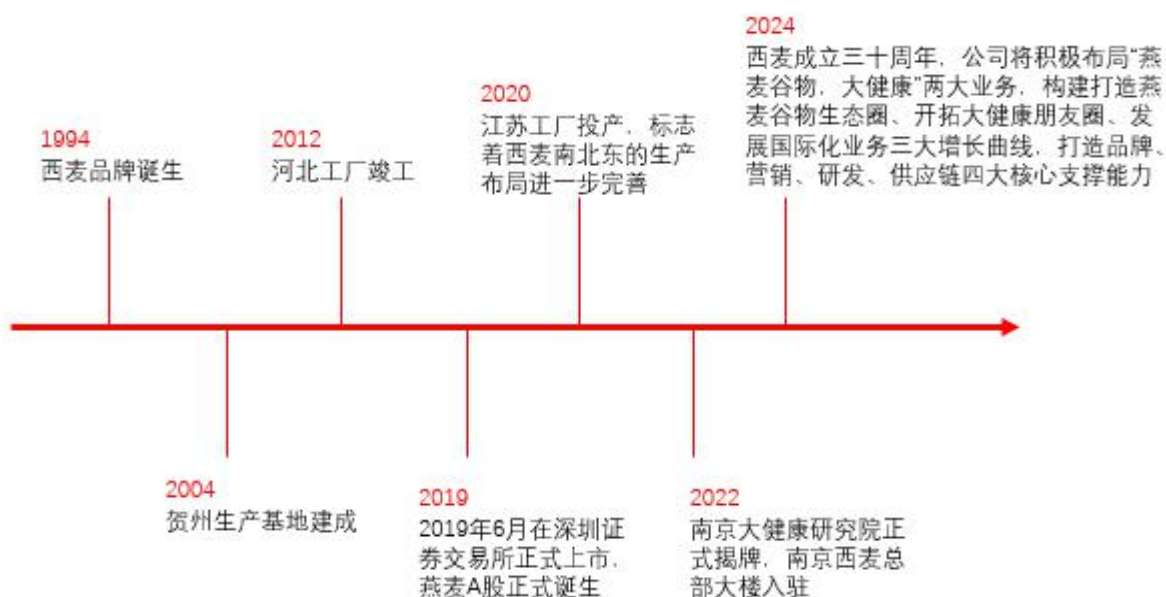
图 8： 2023 年各国家、各地区燕麦 CR3 对比.....	11
图 9： 公司各品类营收占比.....	12
图 10： 2024 年公司各品类毛利率.....	12
图 11： 公司 2020-2025H1 复合燕麦片营收及增速.....	13
图 12： 公司 2020-2024 年经销商数量持续增长.....	14
图 13： 2025 年中期抖音 top 金品榜.....	15
图 14： 2024 年中期抖音 top 金品榜.....	15
图 15： 2023 年主流平台 top 榜.....	15
图 16： 2022 年主流平台 top 榜.....	15
图 17： 西麦食品蛋白粉产品.....	16
图 18： 西麦药食同源养生粉.....	16
表 1： 公司高管及董事等人员情况.....	7
表 2： 公司收入拆分预测.....	17

1. 燕麦行业龙头，业绩持续高增长

1.1 公司发展历程

桂林西麦食品股份有限公司成立于 1994 年，专注于以燕麦为代表的健康谷物食品，是国内燕麦行业的先行者。经过多年发展，西麦打造了涵盖“育种、种植、研发、生产、销售”的完整产业链，并于 2019 年 6 月 19 日在深交所挂牌上市，成为中国燕麦谷物领域首家上市公司，被誉为“中国燕麦第一股”。作为行业龙头，西麦品牌在三十年间深入中国家庭，坚持“从田间到餐桌”的全产业链品控理念，建立了严格的质量标准体系，在国内燕麦谷物市场拥有举足轻重的地位。

图 1：西麦食品历史沿革



资料来源：西麦食品 24 年度报告，西麦食品官网，山西证券研究所

图 2：西麦食品产品系列



资料来源：西麦食品 2024 年度报告，山西证券研究所

1.2 公司股权情况

西麦食品属于典型的家族控股企业，实际控制人为创始人谢庆奎及其家族。谢庆奎直接和间接合计持有公司约 27.45%的股份，公司股权结构稳定，控制权集中。公司治理层由家族成员和职业经理人相结合，创始人谢庆奎担任董事长，在战略决策上具有核心影响力。此外，公

司高度重视管理团队激励，为绑定核心骨干的利益、推动业绩增长，西麦在 2025 年推出员工持股计划：公司于 2024 年完成出资回购 220.26 万股（约占总股本 0.99%）用于激励，包括董事、高管及核心人员共 62 人参与，锁定期三年。该计划业绩考核以 2024 年营收为基准，要求 2025 年营收同比增长不低于 15%、2026 年较 2024 年增长不低于 32.25%、2027 年较此 2024 年增长不低于 52.09%，相当于 2025 - 2027 年营收年复合增长率需达到 15%以上。

表 1：公司高管及董事等人员情况

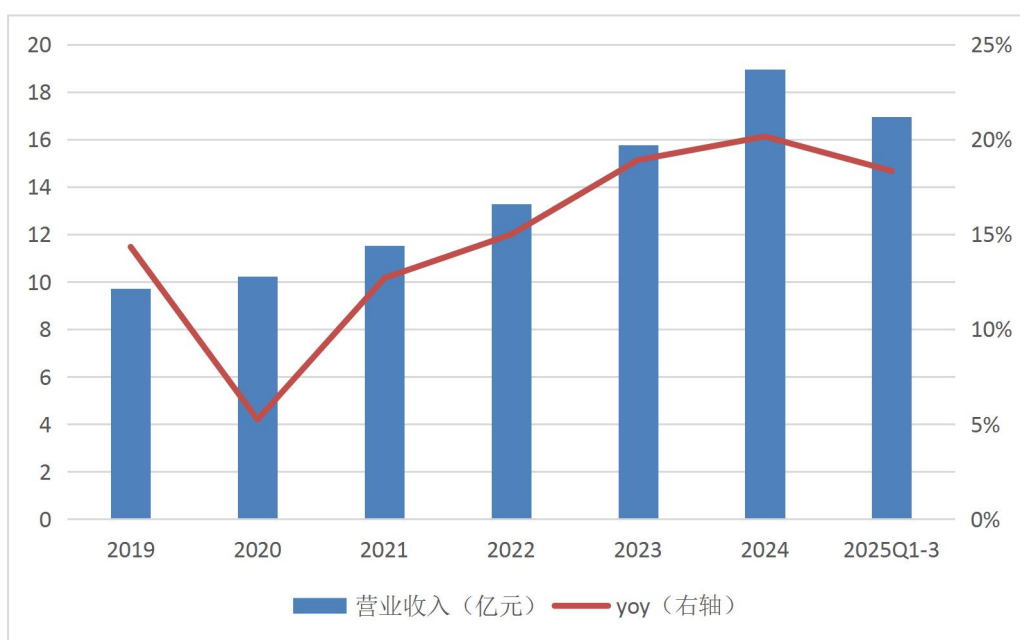
姓名	性别	年龄	职务	履历
谢庆奎	男	75	董事长	历任公司董事长、总经理，现任公司董事长。
孙红艳		46	总经理	曾任桂林西麦营销有限公司业务、区域经理、省区经理、大区总监、销售总监、公司副总经理，现任公司副总裁、董事。
谢金菱	女	49	董事、董事会秘书、副总经理	硕士研究生学历，会计专业。历任公司法务审计部经理、采购部经理、董事长助理、副总经理、董事、董事会秘书；现任公司董事、董事会秘书、副总经理。
张志雄	男	51	财务总监	双学士，高级会计师。历任桂林漓佳金属有限责任公司财务部职员、桂林集琦药业股份有限公司及桂林集琦集团有限公司财务部副部长、桂林市振达生物科技有限责任公司及振达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。
沈厚才	男	62	独立董事	博士研究生学历，自动控制理论及应用专业。历任南京师范大学助教，东南大学讲师、副教授，南京大学副教授；现任公司独立董事，南京大学教授、博士生导师，征图新视（江苏）科技股份有限公司及南京地方铁路有限公司独立董事。

资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3 公司财务分析

西麦食品上市以来营收保持稳健增长。2024 年公司实现营业收入 18.96 亿元，同比增长 20.16%；归母净利润 1.33 亿元，同比增长 15.36%；扣非归母净利润 1.11 亿元，同比增长 16.75%。尽管宏观消费环境疲软，公司仍展现出逆势增长的势头，2020-2024 年复合增速高达 16.65%，体现了其产品与健康食品领域的需求韧性和市场拓展能力。

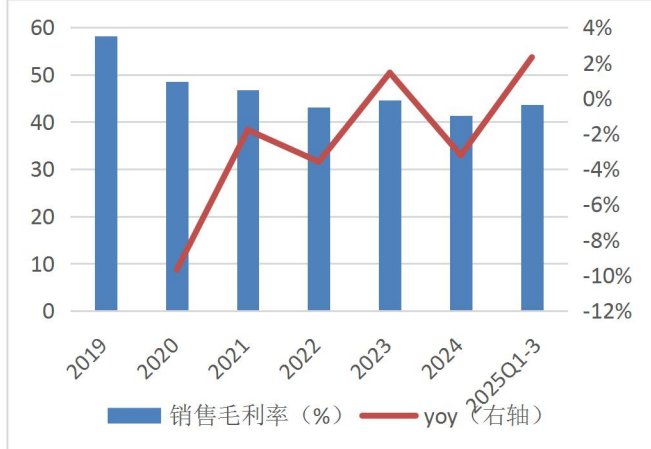
图 3：公司 2019-2025Q3 营业收入及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

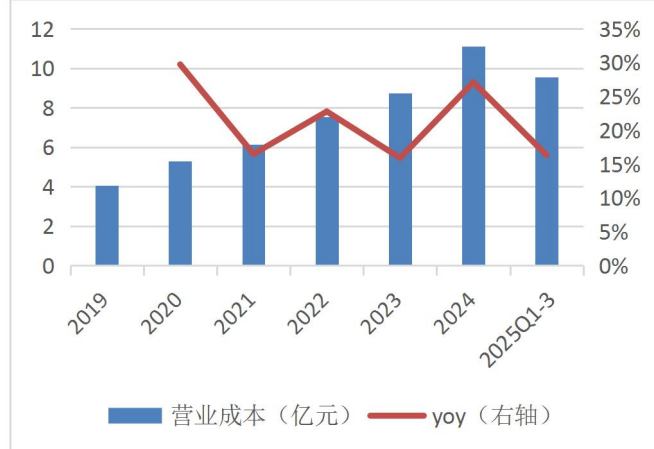
2019-2024 年净利率、毛利率呈下降趋势，2025 年有所回暖。2019 年净利率 16.18%，此后逐渐下滑至 2024 年的 7.02%，25Q1-3 回升至 7.81%；2019 年毛利率 58.17%，此后逐渐下滑至 2024 年的 41.33%，25Q1-3 回升至 43.64%。盈利下滑主要受原材料和费用因素影响：一方面，燕麦原粮成本上涨侵蚀毛利。公司约九成燕麦原料依赖进口澳大利亚燕麦粒。2024 年澳洲进口燕麦价格上扬，导致当年营业成本增速达 27.13%。为此，西麦正通过优化供应链管理、加大国内燕麦基地建设来缓解成本压力。另一方面，市场投入增加也影响净利率。随着公司大力开拓线上渠道和新市场，销售费用有所提升。

图 4：公司 2019-2025Q3 销售毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

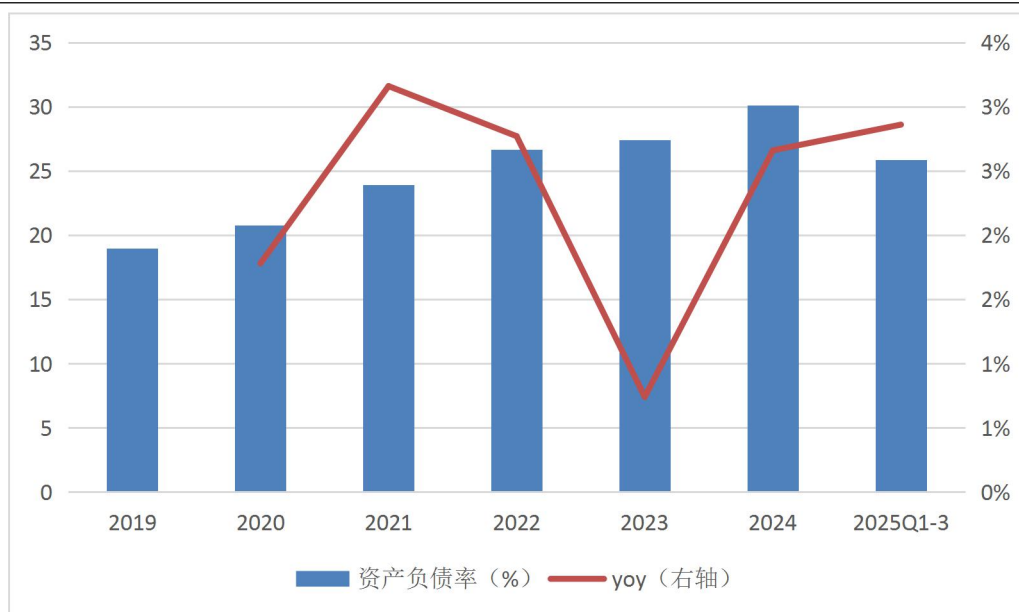
图 5：公司 2019-2025Q3 营业成本



资料来源：Wind，山西证券研究所

西麦食品整体财务状况较为稳健。2024 年底公司资产负债率为 30.09%，表明公司举债相对保守。当年经营活动产生的现金流量净额为 1.70 亿元，和净利润规模相当，显示公司业务具备良好的现金创造能力。西麦食品财务结构稳定，短期偿债和资金周转无明显风险，为公司下一步战略落地提供了坚实的基础。

图 6：公司 2019-2025Q3 资产负债率



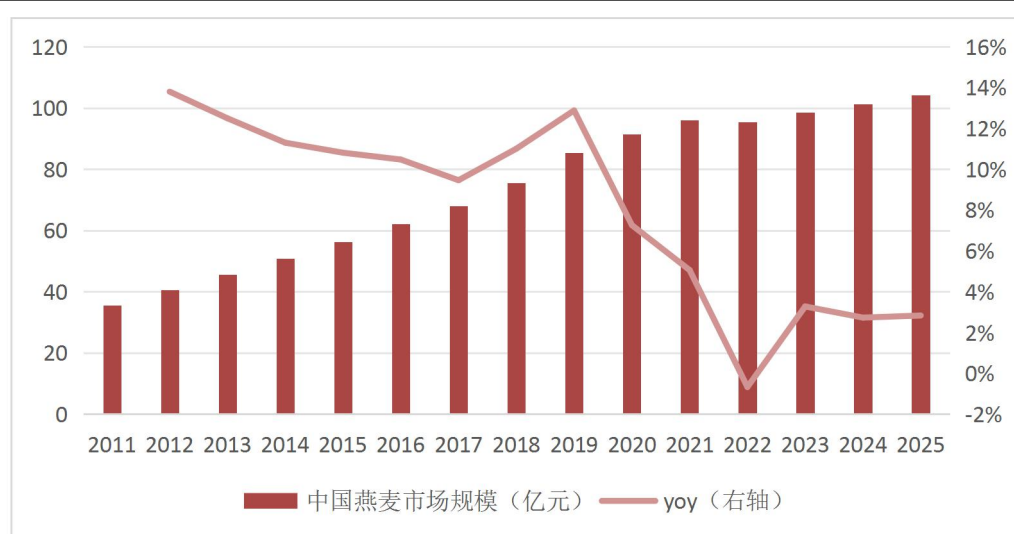
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 燕麦行业集中度仍有空间，西麦份额持续提升

2.1 市场规模与增速

燕麦因其营养健康属性，近年来在中国食品消费中崛起。2024 年中国燕麦行业市场规模已突破百亿关口，市场扩大的驱动力主要来自国民健康意识的提升和人口老龄化趋势，燕麦富含 β -葡聚糖，有助于降血脂、稳血糖，深受中老年群体和注重养生人士的欢迎。同时，近年公共卫生事件也促使大众更加关注饮食健康，使燕麦等健康谷物的消费群体不断扩大。2011-2019 年中国燕麦食品市场年复合增速约 11.52%，但 2019-2025 年增速有所放缓，后续随着“健康中国”战略深化以及消费者膳食结构升级，同时在新兴消费渠道大力拓展发展下，燕麦消费仍有稳步提升的空间。

图 7：中国燕麦市场规模情况



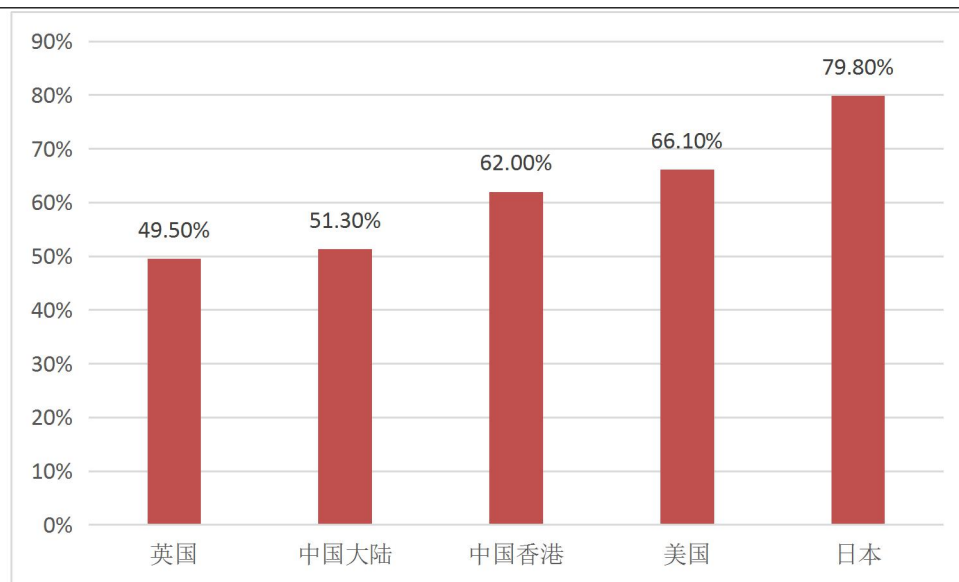
资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

中国燕麦消费以早餐热食为主流场景，辅以部分即食和休闲零食场景。目前热食冲调燕麦（如煮粥、冲泡麦片）仍占据市场主要份额。这与中国人的传统饮食习惯相关，即早晨喝碗燕麦粥或冲调麦片，被视为健康快捷的早餐选择。与此同时，燕麦产品正经历“休闲零食化”的变革，以满足多元化消费需求。即食燕麦、烘焙燕麦等冷食燕麦零食凭借便携、即食和健康的特点逐渐出圈，成为年轻一代的休闲食品之一。近年来市场上出现了燕麦能量棒、燕麦乳饮、燕麦杯装即食谷物等新品，扩展了燕麦的食用场景。

2.2 行业集中度与竞争者

根据公司 2024 年年报，2023 年中国燕麦食品行业 CR3 约为 51.3%，然而，与发达国家市场相比，我国燕麦行业集中度仍有较大提升空间。2023 年数据显示美国燕麦市场 CR3 约为 66%，日本高达近 80%，这意味着未来龙头企业通过品牌建设、渠道下沉和并购扩张，有机会进一步提升市场占有率，行业可能向寡头化方向演进。桂格作为拥有百年历史的全球燕麦品牌，享有较高知名度，近年来也积极布局线上渠道，但整体增速略逊于本土的西麦。然而，由于燕麦片生产技术壁垒相对不高，行业新进替代品牌较多，市场呈现一定的同质化竞争，西麦食品虽然已是国内份额第一，但面临众多竞品追赶，必须持续巩固自身护城河。

图 8：2023 年各国家、各地区燕麦 CR3 对比



资料来源：欧睿国际，2024 年公司年报，山西证券研究所

3. 产品品牌渠道持续领先，第二增长曲线蓄势待发

3.1 全产业链护城河

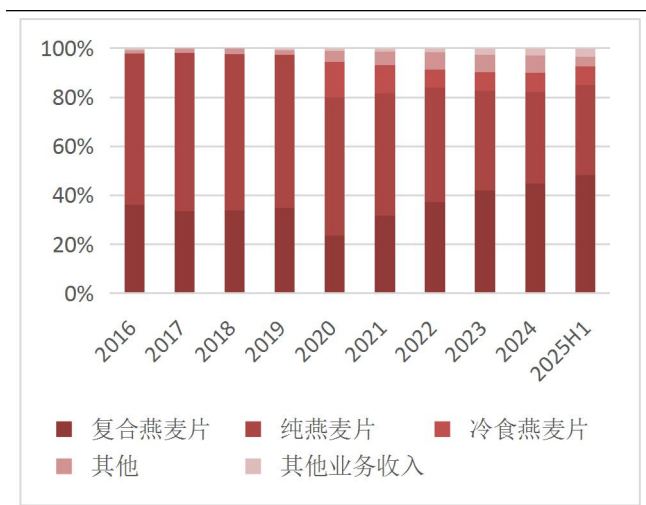
公司原料与基地策略是全球化布局燕麦产区，拥有澳洲绿色燕麦专属农场与中国张北坝上有机燕麦基地、呼伦贝尔绿色燕麦基地。同时公司生产研发基地覆盖广西贺州、河北定兴与张北、江苏宿迁，形成“南北东”格局，以提升供给稳定性与响应效率。公司共有三个生产主体，生产计划根据市场需求而定，合计设计产能为 131,000 吨燕麦食品。

公司在渠道注重电商全域运营，关注协同成本与效率。2025H1 年冲饮谷物在主流电商平台保持品类 TOP1，并持续扩展货架电商、兴趣电商与 O2O、社区团购。公司近年电商规模扩张与投放效率优化验证了其渠道能力的改善。

3.2 产品矩阵与品类结构

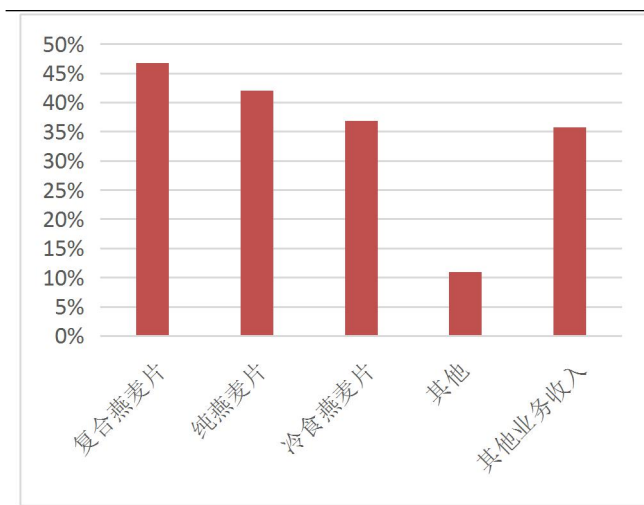
纯燕麦为基本盘、复合燕麦成为第一大品类、冷食回稳。公司产品结构主要由复合燕麦片、纯燕麦片、冷食燕麦片组成，复合燕麦占比自 2020 年的 24% 提升至 2025H1 的 48%，纯燕麦占比自 57% 降至约 37%。复合燕麦片的毛利率在 2025H1 达到 48.84%，同比增长 2.32 个百分点，目前增量主要靠复合燕麦贡献，2022-2025H1 年同比分别增长 34.44%、33.76%、28.81%、27.56%。公司稳定纯燕麦的基本盘，通过复合燕麦品类的结构升级，积极驱动了单价与毛利的改善。

图 9：公司各品类营收占比



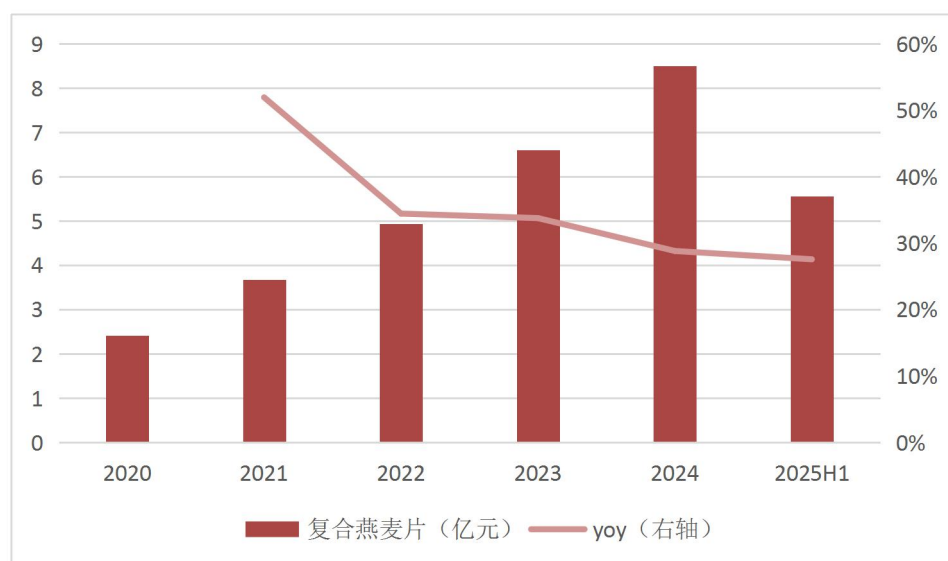
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：2024 年公司各品类毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：公司 2020-2025H1 复合燕麦片营收及增速

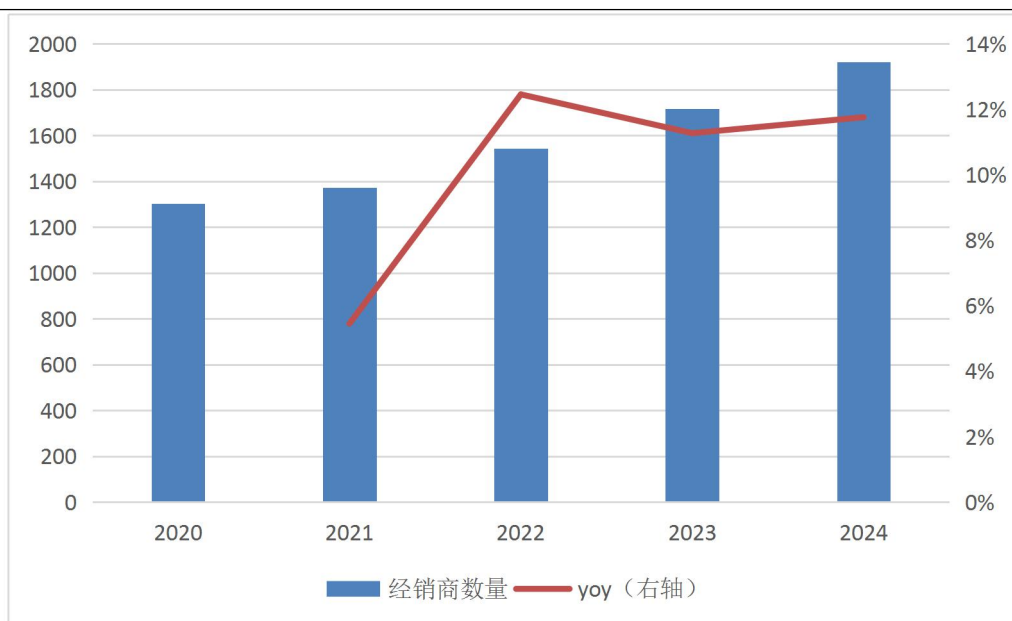


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 渠道能力与品牌打造

西麦食品的商业模式中，渠道布局是关键环节。公司在线下采取“经销为主+直销结合”的模式构建起庞大而高效的销售网络。截至 2024 年，西麦在全国拥有超过 1920 家经销商，产品铺货至全国的终端网点。这一多层级、广覆盖的立体营销网络使公司产品进入各级市场，包括大型连锁商超、中小型超市、便利店、批发市场等。经销商体系的优势在于能够快速复制市场、渗透渠道下沉，同时经销商自主分销也降低了公司运营成本。西麦通过多年深耕，确保了一二线城市到三四线市场的渠道畅通。除了经销模式，公司也与部分如家乐福等大型 KA 卖场和新兴渠道客户采用直供直销方式。这两种模式相结合，使西麦在线下建立了反应迅捷且渠道纵深的销售体系。

图 12：公司 2020-2024 年经销商数量持续增长



资料来源： 2021-2024 年公司年报，山西证券研究所

西麦积极拥抱线上电商和新兴渠道，打造全渠道营销格局，在品牌势能具备绝对龙头优势。在传统电商方面，公司产品已全覆盖京东、天猫、拼多多等主流平台，连续多年保持线上燕麦品类销量冠军。公司组建了专业电商运营团队，不断优化产品组合和包装规格以适应线上消费习惯，并利用大数据进行精准营销，保持了较高的线上市占率。2023 年双十一期间，西麦在抖音平台的冲饮麦片类目市占率排名第一，2023 全年抖音渠道 GMV 销售额达到 3.89 亿元，同比增长 127.49%，2024 全年抖音渠道 GMV 销售额达到 4.68 亿元，同比增长 20.31%。此外，公司还探索零售新渠道，如零食专卖店、社区团购、B2B 团膳、O2O 即时零售等，新渠道成为重要销售增量来源。

图 13：2025 年中期抖音 top 金品榜



2025年中期 抖音 TOP金品榜
连续25年权威发布
麦片 CEREAL

排名	品牌
1	西麦
2	欣善怡
3	稻小朵
4	江中食疗
5	欧扎克
6	桂格
7	隆嘉盛
8	阴山优麦
9	果子开茶
10	饽小德

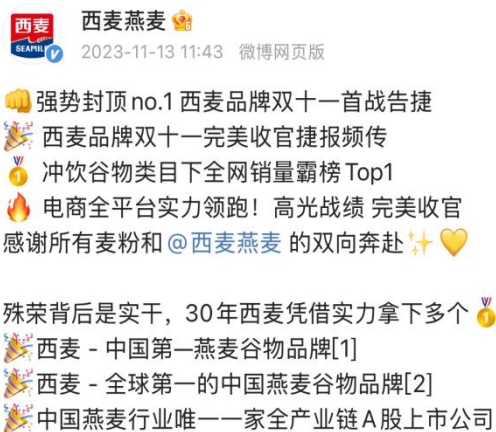
资料来源：快消品网，东方快消品中心，飞爪数据抖音版，山西证券研究所

图 14：2024 年中期抖音 top 金品榜



资料来源：中国网食品，山西证券研究所

图 15：2023 年主流平台 top 榜



资料来源：微博，山西证券研究所

图 16：2022 年主流平台 top 榜



资料来源：西麦食品 2022 年报，山西证券研究所

公司利用现有渠道，积极开拓大健康业务。公司在 2023 年根据消费者对健康产品的需求，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。新产品的推出，标志着公司迈进大健康领域，持续提升了客群跨度和消费粘度，公司产品品类得到进一步丰富。

2025 年公司推出药食同源粉类产品，市场反馈积极。公司通过多平台多途径，全域打造西麦的龙头品牌形象，强化销售、供应一体化，多渠道建立信任关系，获取更高的盈利水平。

图 17：西麦食品蛋白粉产品



资料来源：西麦淘宝旗舰店，山西证券研究所

图 18：西麦药食同源养生粉



资料来源：微博，山西证券研究所

4. 公司经营展望

渠道方面，在线下中小型超市和便利店渠道，公司借助 1900 多家经销商的力量，将产品渗透到城市社区和乡镇市场，形成广泛的触点网络，量贩零食店近年来快速扩张，会员制仓储店方面。

区域市场方面，公司实施“深耕重点区域”策略，不断提高铺市率。2023 年在县乡市场取得显著进展，年销售额超百万元的县级市场新增 28 个，超千万元的地级市新增 6 个，销售过亿元的省份新增 1 个。通过区域精耕细作，西麦进一步巩固了市场份额第一成果。

面对行业增速放缓和竞争加剧的环境，西麦食品在战略层面确立了“双轮驱动”的新方向，即以燕麦谷物和大健康业务为两大主轴，实现企业的可持续增长。为满足消费者日益多元的健康饮食需求，公司积极拓展产品版图，在燕麦谷物盖、蛋白质粉、药食同源产品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。公司以内生推新+外延并购发力大健康领域和燕麦谷物细分领域，长期锚定燕麦谷物和健康食品行业领导者。

5. 盈利预测

分收入拆分看，公司复合燕麦片在线上及新零售渠道快速放量，拓展燕麦新消费群体，我们预计未来3年仍将维持30%左右增速；纯燕麦片增速相对平稳，随着老龄化程度进一步加深，同时渠道下沉，未来2-3年仍有接近双位数增速；冷食燕麦片在国内市场体量较小，当前仍在培育当中，低基数下增速相对较快；其他主营业务受益于大健康业务发展，后续空间较大。

由于公司当前正积极拓展大健康业务第二增长曲线，同时三季度开始已经逐步呈现效果，药食同源粉类产品市场反馈较为乐观，我们预期从2025Q4开始会对公司收入有明显正向贡献，2026年收入由于新品贡献预期也会加速。

表 2：公司收入拆分预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
复合燕麦片（亿元）	6.61	8.51	10.89	14.16	17.84
yoy	34%	29%	28%	30%	26%
纯燕麦片（亿元）	6.44	7.06	7.91	8.86	9.83
yoy	4%	10%	12%	12%	11%
冷食燕麦片（亿元）	1.2	1.49	1.93	2.36	2.78
yoy	22%	24%	30%	22%	18%
其他主营业务（亿元）	1.1	1.36	1.50	2.02	2.53
yoy	18%	24%	10%	35%	25%
其他业务（亿元）	0.43	0.54	0.63	1.38	1.63
yoy	95%	26%	40%	119%	18%
收入合计（亿元）	15.78	18.96	22.86	28.78	34.61
yoy	19%	20%	21%	26%	20%

资料来源：Wind，山西证券研究所

考虑到公司龙头效应、品类红利和渠道精细化运营的驱动因素，预计公司2025-2027年的营业收入分别为22.86、28.78、34.61亿元，增速分别达到21%、26%、20%；预计公司2025-2027年的归母净利润分别为1.84、2.55、3.07亿元，增速分别达到38.5%、38.1%、20.4%。

基于以上假设及盈利预测，考虑到公司燕麦单品持续稳健增长，以及澳洲燕麦价格回落下成本红利逐步释放，公司1月9日收盘价为27.47元，当日收盘价对应公司2025-2027年PE为33.2/24.1/20倍，公司收入业绩增速较快，维持“买入-A”评级。

6. 风险提示

- 1、**宏观经济增速不及预期：**经济增速回暖不及预期，或将影响消费修复，导致消费品增速低于预期；
- 2、**远期原材料价格波动：**澳洲燕麦采购成本在远期存在波动风险，影响公司利润率；
- 3、**食品安全问题：**若产品出现品质问题将影响品牌、公司形象及业务经营。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1408	1238	1508	1642	1893
现金	526	269	355	337	575
应收票据及应收账款	70	110	130	165	178
预付账款	57	62	66	98	102
存货	246	281	301	423	462
其他流动资产	508	516	656	619	575
非流动资产	603	953	873	1025	1169
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	368	514	622	765	888
无形资产	42	40	43	46	50
其他非流动资产	193	399	208	213	231
资产总计	2010	2191	2380	2667	3061
流动负债	540	635	743	844	1007
短期借款	75	129	108	110	106
应付票据及应付账款	267	319	435	473	613
其他流动负债	198	187	199	261	288
非流动负债	11	24	14	15	13
长期借款	0	6	4	2	0
其他非流动负债	11	18	11	13	13
负债合计	551	659	757	859	1020
少数股东权益	0	17	17	17	17
股本	223	223	223	223	223
资本公积	682	675	675	675	675
留存收益	583	647	712	794	898
归属母公司股东权益	1459	1515	1606	1790	2024
负债和股东权益	2010	2191	2380	2667	3061

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	120	170	351	213	484
净利润	115	133	184	255	307
折旧摊销	35	43	52	67	79
财务费用	-12	-7	0	3	3
投资损失	-4	-6	-2	-3	-4
营运资金变动	2	-36	127	-101	106
其他经营现金流	-17	44	-9	-7	-8
投资活动现金流	98	-376	-140	-161	-163
筹资活动现金流	-129	-37	-125	-70	-83
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.60	0.83	1.14	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.76	1.57	0.95	2.17
每股净资产(最新摊薄)	6.53	6.78	7.19	8.02	9.06

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1578	1896	2286	2878	3461
营业成本	875	1112	1296	1613	1936
营业税金及附加	14	17	21	26	31
营业费用	497	530	629	777	934
管理费用	93	115	138	173	209
研发费用	7	9	10	13	14
财务费用	-12	-7	0	3	3
资产减值损失	-2	-1	-1	-2	-3
公允价值变动收益	11	6	8	8	8
投资净收益	4	6	2	3	4
营业利润	136	157	217	301	362
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	135	157	217	300	361
所得税	20	24	33	46	55
税后利润	115	133	184	255	307
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	115	133	184	255	307
EBITDA	159	200	267	367	441

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.9	20.2	20.6	25.9	20.3
营业利润(%)	10.2	15.8	38.1	38.4	20.2
归属于母公司净利润(%)	6.1	15.4	38.5	38.1	20.4
获利能力					
毛利率(%)	44.5	41.3	43.3	44.0	44.1
净利率(%)	7.3	7.0	8.1	8.9	8.9
ROE(%)	7.9	8.7	11.4	14.1	15.0
ROIC(%)	6.8	8.0	10.6	13.3	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	30.1	31.8	32.2	33.3
流动比率	2.6	1.9	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.9	1.3	1.5	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	21.0	21.1	19.1	19.6	20.2
应付账款周转率	3.5	3.8	3.4	3.5	3.6
估值比率					
P/E	53.1	46.0	33.2	24.1	20.0
P/B	4.2	4.0	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	33.0	28.0	19.9	14.7	11.8

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

