



公司研究 | 深度报告 | 西麦食品 (002956.SZ)

西麦食品深度报告：如日方升，麦秀两岐

报告要点

西麦为典型“小池塘养大鱼”的公司，三十余年深耕规模约 100 亿元的燕麦赛道，逐步从区域品牌走向行业龙头。2022 年公司开启大健康业务，2024 年公司正式将燕麦谷物和大健康并列为两大主导业务，开始转公司转型之路。本文通过从产品、渠道、市场策略等角度对西麦如何成为燕麦龙头进行复盘，同时对公司大健康业务发展进行梳理。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



冯莹

SAC: S0490524060001

西麦食品 (002956.SZ)

2026-01-31

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

西麦食品深度报告：如日方升，麦秀两岐

从田园到餐桌，成就燕麦龙头

西麦为典型“小池塘养大鱼”的公司，三十余年深耕规模约 100 亿元的燕麦赛道，逐步从区域品牌走向行业龙头。1994-2021 年公司专注燕麦基本盘，通过渠道下沉、拥抱新渠道、发展电商等策略，反超桂格成为行业龙头。2022 年公司开启大健康业务，2024 年公司发展三十周年战略，正式将燕麦谷物和大健康并列为两大主导业务，开始公司转型之路。西麦为典型的家族控股企业，股权集中且稳定，2014-2024 年公司收入从 5.42 亿元增长至 18.96 亿元，CAGR 为 13.34%，保持稳健增长态势。

燕麦业务：丰富产品矩阵，拥抱新兴渠道

2025 年中国人均燕麦消费量不足 0.2kg/年，远低于英美，同样低于消费习惯接近日韩、中国香港地区，在老龄化加剧、居民健康意识增强的背景下，中国燕麦渗透率有望持续提升。公司作为老牌燕麦品牌，一方面通过产品迭代（产品覆盖纯燕麦、复合燕麦、冷食燕麦等多品类）扩大消费群，另一方面通过渠道拓张提高铺货率。公司产品矩阵覆盖热食、冷食燕麦，复合燕麦片占比提升带动公司量、价齐升，2024 年公司复合燕麦片/纯燕麦片/冷食燕麦片收入占比约为 45%/37%/8%，形成以复合燕麦为主导的燕麦基本盘。近年来公司顺应渠道变化，及时拥抱零售量贩、电商、会员店等新兴渠道，实现了渠道结构的进一步调整和优化。

大健康业务：药食同源，孵化第二曲线

2022 年西麦大健康业务开始启航，南京大健康研究院正式揭牌。2024 年西麦于成立 30 周年之际发布了西麦食品战略规划，未来西麦食品将围绕健康事业主线，布局燕麦谷物和大健康两大主导业务。2025 年西麦食品与专注于微生物发酵技术的国家高新技术企业一阳生集团共同出资组建“贺州西麦西一生物科技有限公司”以全力打造药食同源发酵健康产品。现阶段来看，公司大健康产品分为两大方向，一是西麦食养品牌下的轻滋补粉类产品；二是西一大健康产品，相关产品于 2025 年下半年陆续铺市，大健康产品布局符合当下消费趋势，未来有望成为公司第二曲线。

原材料进入下行通道，利润弹性有望释放

公司原材料以澳洲燕麦为主，其占成本约 35%，2020 年以来因为燕麦成本高企，公司各项产品毛利率出现明显下滑，拖累公司前期盈利水平。随着 2024 年下半年澳洲燕麦价格回落，公司采购成本得到逐步改善，2025Q2 表现毛利率开始改善。我们认为，今年燕麦价格有望延续下行趋势，公司利润弹性有望释放，盈利能力有望迎来修复。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.8、2.5、3.1 亿元，对应 EPS 为 0.81、1.1、1.37 元，对应 PE 为 35X/26X/21X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、食品安全等风险；
- 2、原材料价格波动风险；
- 3、新品需求不及预期风险；
- 4、盈利预测不成立或不及预期的风险。

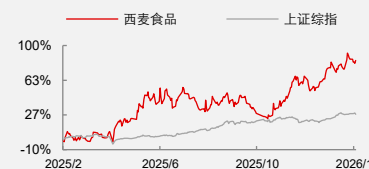
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	28.35
总股本(万股)	22,325
流通A股/B股(万股)	22,322/0
每股净资产(元)	6.99
近12月最高/最低价(元)	29.78/15.22

注：股价为 2026 年 1 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

从田园到餐桌，成就燕麦龙头	6
燕麦+大健康，共筑未来蓝图	9
燕麦业务：产品矩阵丰富，龙头地位强化	9
大健康业务：药食同源+生物科技，孵化第二曲线	15
燕麦价格下降，释放利润弹性	17
股权激励落地，激发团队活力	19
盈利预测及投资建议	21
风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：西麦食品收入情况	6
图 3：西麦食品归母净利润情况	6
图 4：西麦食品盈利能力	7
图 5：中国进口燕麦平均吨价（美元/吨）	7
图 6：西麦股权架构（截至 2025Q3）	8
图 7：中国早餐燕麦市场概况	9
图 8：不同国家和地区人均早餐燕麦消费量对比（2025）	10
图 9：不同国家早餐燕麦市场零售额规 2020-2025CAGR 对比	10
图 10：不同国家早餐燕麦零售额中热食燕麦的占比情况（2025）	10
图 11：西麦收入拆分（2024）	10
图 12：各国燕麦 CR3（以零售额统计，2025）	10
图 13：中国燕麦市场格局（以零售额统计，2025）	10
图 14：燕麦分渠道零售额表现	11
图 15：燕麦分渠道零售额 2020-2025CAGR	11
图 16：西麦食品产品矩阵	11
图 17：西麦食品收入结构	12
图 18：2020-2024 年分品类收入 CAGR	12
图 19：公司渠道策略	13
图 20：公司经销商数量及单个经销商收入	13
图 21：公司分区域收入占比	13
图 22：新渠道西麦产品矩阵	14
图 23：抖音西麦销售额	14
图 24：各燕麦公司市占率情况（%）	15
图 25：2018-2024 年即食滋补品市场规模（亿元）	16
图 26：“即食 X 滋补品”声量趋势	16
图 27：药食同源话题讨论人群年龄分布及变化	16
图 28：西麦大健康产品	17

图 29: 公司部分原材料在成本中的占比	17
图 30: 澳洲是我国燕麦的主要进口地之一	17
图 31: 澳麦进口价格	18
图 32: 公司毛利率情况	18
图 33: 公司归母净利率情况	18
图 34: 公司单季度毛利率	19
表 1: 公司产能布局	7
表 2: 公司管理层	8
表 3: 产品价格对比	12
表 4: 西麦营销部门职责	12
表 5: 燕麦价格变化对毛利率的影响测算	19
表 6: 2025 年员工持股计划情况	20
表 7: 公司收入和利润敏感性分析	22

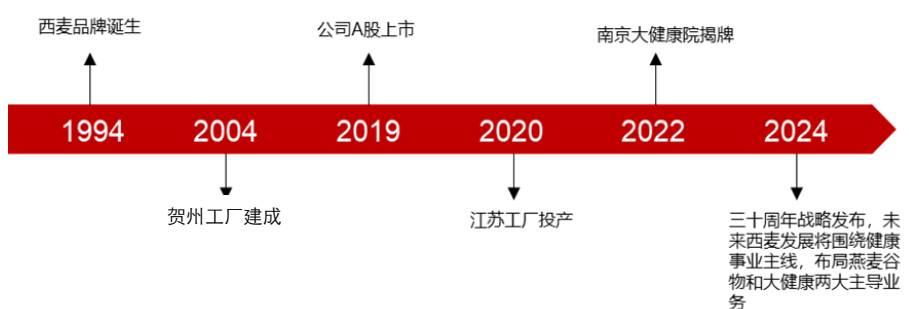
从田园到餐桌，成就燕麦龙头

历经 30 余年，西麦专注燕麦产品，公司成立于广西，逐步成为燕麦龙头。根据西麦业务范围，大致可将公司发展历程分为两大阶段：

1) 1994-2021 年 深耕燕麦业务阶段：1994 年西麦品牌成立，2002 年公司桂林总部大楼落成，为公司打下基础，2004、2012 年公司贺州、河北生产基地分别落成，大幅提升公司产能，辐射南北双市场。2019 年公司上市，2020 年江苏工厂投产，西麦南北东的生产布局进一步完善，巩固公司燕麦龙头地位。

2) 2022 年至今 燕麦谷物+大健康双业务发展阶段：公司敏锐捕捉消费趋势变化，积极寻求第二曲线发展，2022 年南京大健康研究院揭牌，标志公司开始布局大健康业务；2024 年公司发展三十周年战略，正式将燕麦谷物和大健康并列为两大主导业务；2025 年公司小试牛刀，推出食养冲泡粉、西梅发酵饮等大健康产品。

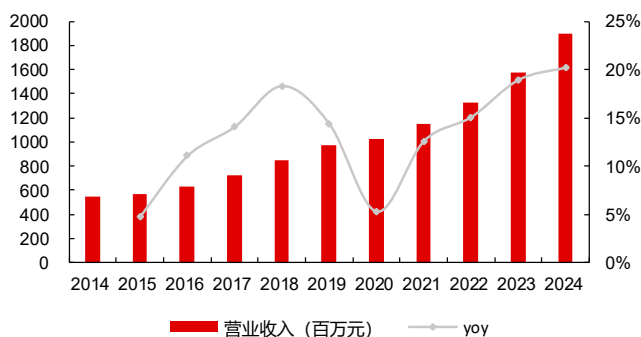
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

收入端稳健增长，利润受原材料价格扰动。公司从区域型企业走向全国化，不断完善产能布局，产业链辐射全国，收入规模持续状态，2014-2024 年公司收入从 5.42 亿元增长至 18.96 亿元，CAGR 为 13.34%。利润端受原材料燕麦价格影响较大，2019 年公司利润峰值为 1.57 亿元，2019 年以来受燕麦进口价格上涨拖累，利润有所回落。

图 2：西麦食品收入情况



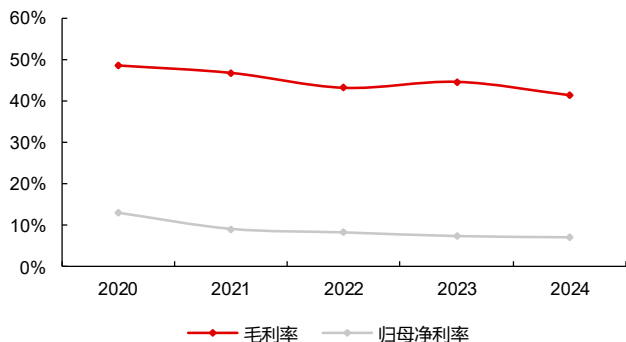
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：西麦食品归母净利润情况



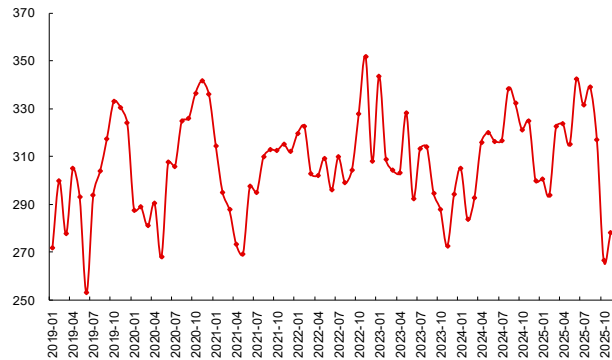
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：西麦食品盈利能力



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：中国进口燕麦平均吨价（美元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

产能充沛，为公司未来成长提供保障。公司拥有河北、贺州、江苏（宿迁）三大燕麦产品生产基地，产能共 13 万吨。

- ✓ 江苏西麦：2024 年产值达 8.2 亿元；
- ✓ 贺州西麦：贺州西麦生态旅游工厂的建成，标志着西麦在全产业链建设方面进入了全面“高质量”发展阶段，将立足创新型生态高新技术企业建设，计划用 5 年时间实现产值 10 个亿,再造一个贺州新西麦。

同时，公司积极向上游延伸，实现全产业链布局，2018 年与张北在大河镇建立有机燕麦基地，2025 年张北西麦有机燕麦生产基地竣工，可实现燕麦加工年处理能力 2 万吨，年产值 1.2 亿元。

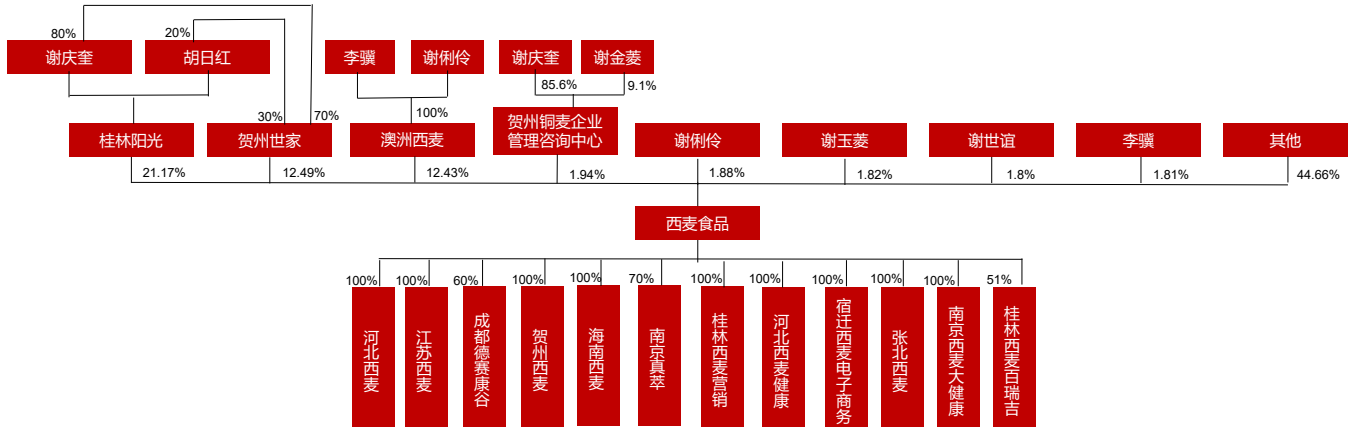
表 1：公司产能布局

工厂	产品类型	设计产能（万吨）	实际产能（万吨）
河北西麦	燕麦食品	4.3	2.9
贺州西麦	燕麦食品	4.5	2.8
江苏西麦	燕麦食品	4.3	3.4
张北西麦	有机燕麦	2	

资料来源：公司公告，张家口日报，长江证券研究所

家族企业特征显著，公司股权集中稳定。截至 2025Q3 公司实际控制人为谢庆奎家族，其夫妻、子女、女婿共持股约 55%，家族管理架构稳固。公司内部管理中，创始人谢庆奎任公司董事长，掌舵公司发展，核心团队具有丰富工作经验，帮助公司战略落地。

图 6：西麦股权架构（截至 2025Q3）



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：谢俐伶、谢玉菱、谢金菱、谢世谊与谢庆奎为直系亲属。

表 2：公司管理层

姓名	职务	履历
谢庆奎	董事长	公司实际控制人，现任董事长
孙红艳	总经理、董事	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，现任公司副总裁、董事
谢金菱	副总经理、董事、董事会秘书	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	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，长江证券研究所

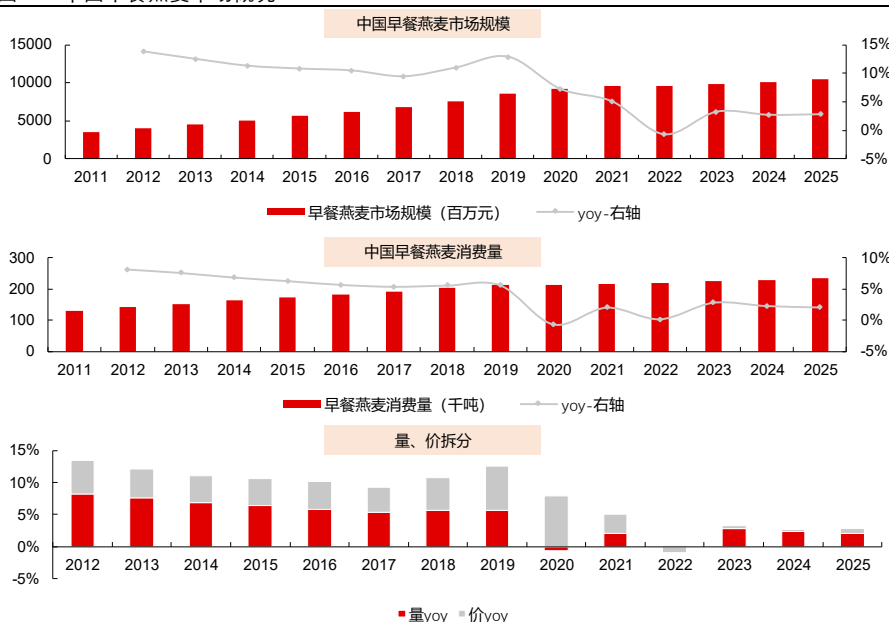
燕麦+大健康，共筑未来蓝图

燕麦业务：产品矩阵丰富，龙头地位强化

燕麦作为健康谷物代表之一，有降低胆固醇、降血脂、调节血糖、改善便秘、控制体重等作用，燕麦可制作成燕麦片、燕麦米、燕麦饮料等多种形式，在全球范围内受到消费者喜爱。1981年，百事旗下的桂格品牌率先将速食燕麦片引入中国市场，带来“早餐吃燕麦片”的新消费场景。随后，家乐氏、雀巢、金味等国际品牌陆续进入亚洲市场，国内品牌西麦诞生，共同完成了消费者对燕麦食品的初步教育。

量价齐升，我国早餐燕麦市场规模持续扩大。根据欧睿数据，2025年我国早餐燕麦市场零售额规模为104亿元，2011-2025年CAGR为7.96%；2025年我国早餐燕麦消费量为23.4万吨，CAGR为4.28%，实现量价齐升。

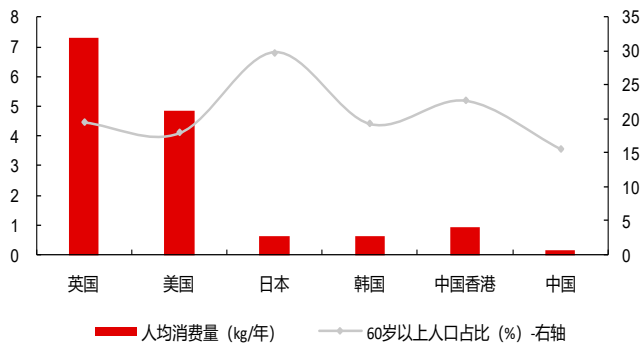
图 7：中国早餐燕麦市场概况



资料来源：欧睿，Wind，长江证券研究所

中国人均燕麦消费量仍有提升空间。2025年中国人均燕麦消费量不足0.2kg/年，远低于英美，同样低于消费习惯接近的日韩、中国香港地区（日本/中国香港人均消费量分别约为中国人均消费量的4倍/5倍）。燕麦食用场景多为早餐，中国早餐的粥、豆浆等均为替代品，随着消费者对燕麦功效的认知加深，未来人均消费量仍有提升潜力。燕麦消费史较长的英、美国家近五年来燕麦市场规模在老龄化推动下持续增长，因此未来同样面临老龄化的中国燕麦市场未来发展可期。

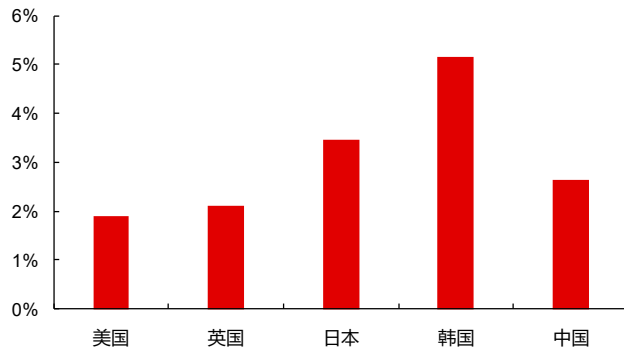
图 8：不同国家和地区人均早餐燕麦消费量对比（2025）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

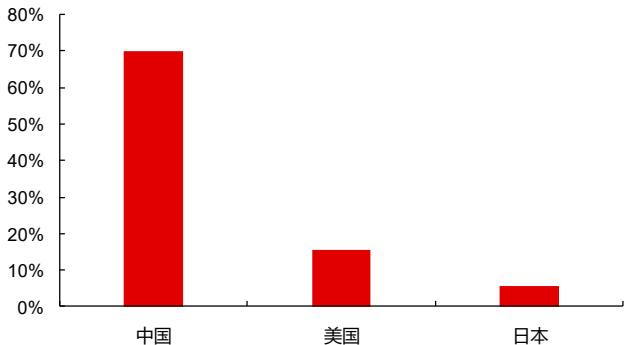
各国消费习惯大有不同，中国以热食燕麦为主。从产品结构来看，中国/美国/日本热食燕麦销售额在早餐燕麦零售额中占比分别约为 70%/16%/6%，中国人热食习惯显著。近五年来，中国热食燕麦零售额保持增长态势，反观冷食燕麦则遇冷。从西麦食品报表来看，2024 年复合燕麦片、纯燕麦片收入占比约为 82%，冷食燕麦收入占比仅约为 8%。

图 9：不同国家早餐燕麦市场零售额规 2020-2025CAGR 对比



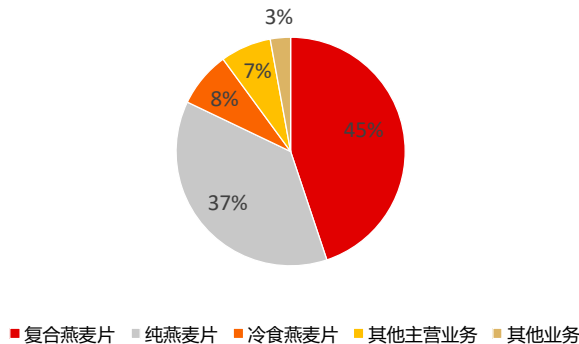
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 10：不同国家早餐燕麦零售额中热食燕麦的占比情况（2025）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

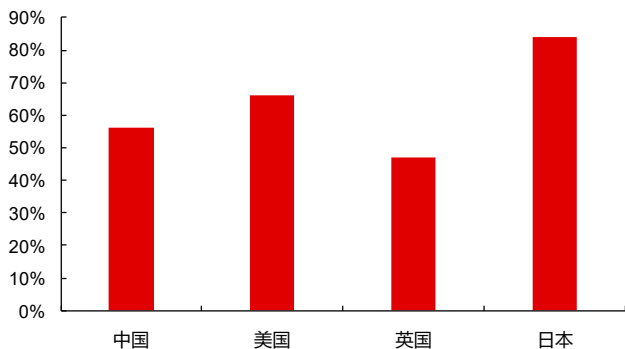
图 11：西麦收入拆分（2024）



资料来源：Wind，长江证券研究所

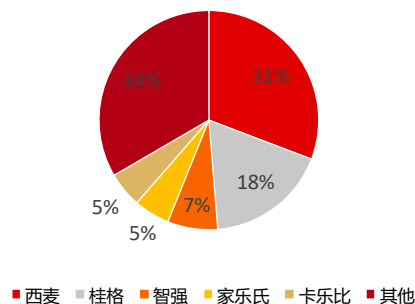
按公司市占率来看，各国燕麦市场集中度处于较高水平。2025 年美国/英国/日本/中国燕麦零售额 CR3 分别约为 66%/47%/84%/56%，集中度较高，是典型的“小池塘养大鱼”类生意。2025 年，中国市场西麦零售额市占率约为 31%，位列第一。

图 12：各国燕麦 CR3（以零售额统计，2025）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

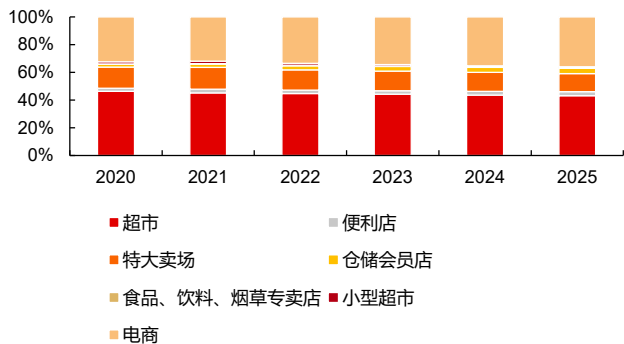
图 13：中国燕麦市场格局（以零售额统计，2025）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

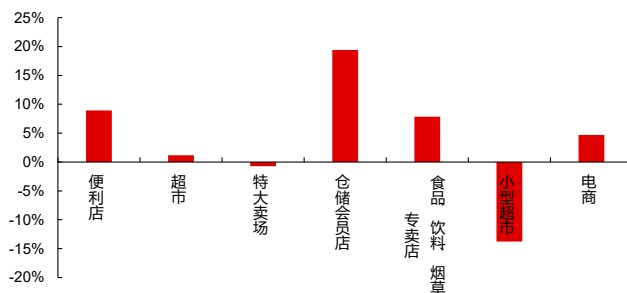
中国燕麦市场线下仍为重要阵地。2025 年，中国燕麦销售线上/线下占比分别约为 64%/36%，线下市场中超市/特大卖场占比较高，分别约为 43%/13%，说明燕麦采购冲动消费属性较低，更具计划性且采购量大。从增速角度，2020-2025 年仓储会员店显示出强劲增速，再次说明燕麦采购的计划性与采购量大特征。

图 14：燕麦分渠道零售额表现



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 15：燕麦分渠道零售额 2020-2025CAGR



资料来源：Wind，长江证券研究所

回看西麦，复盘龙头成长之路

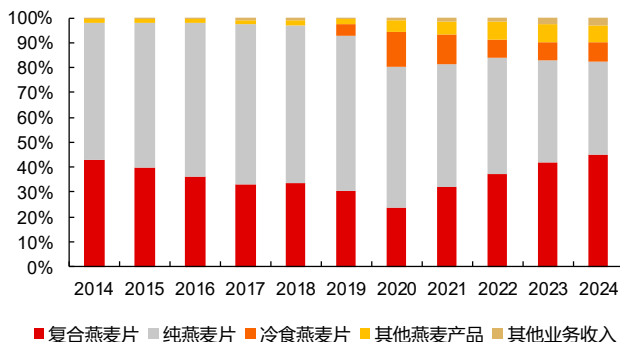
产品矩阵覆盖热食、冷食燕麦，复合燕麦片占比提升带动公司量、价齐升。公司复合燕麦片具有更高单价、更高毛利率，2020-2024 年复合燕麦片收入 CAGR 达约 37%，高于公司整体水平，其收入体量于 2023 年超过纯燕麦片，成为公司第一大品类；冷食燕麦片近年来跟随行业进入调整期，2024 年德赛康谷并表带来增量。2024 年复合燕麦片/纯燕麦片/冷食燕麦片收入占比约为 45%/37%/8%，公司形成以复合燕麦为主导的燕麦基本盘。

图 16：西麦食品产品矩阵

产品类别	复合燕麦片	纯燕麦片	冷食燕麦片
2024年入占比	45%	37%	8%
产品示意图	  	 	

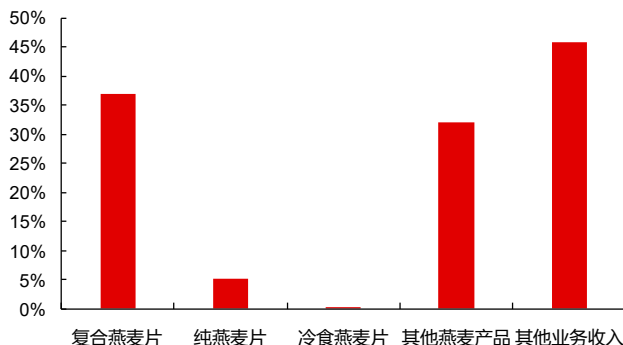
资料来源：公司官网，Wind，长江证券研究所

图 17: 西麦食品收入结构



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 2020-2024 年分品类收入 CAGR



资料来源: Wind, 长江证券研究所

参考天猫价格, 无论是纯燕麦产品, 还是复合燕麦产品, 西麦相较于竞品都更具性价比。与类似竞品五谷磨房相比, 西麦五黑产品价格更加亲民。

表 3: 产品价格对比

品牌	产品名称	包装	总价 (元)	净含量 (g)	100g 价格 (元)
西麦	纯燕麦片	袋装	59.9	3000	2.0
	有机纯燕麦片	桶装	59.9	880	6.8
	原味牛奶燕麦片	袋装	49.9	1120	4.5
	五黑谷物燕麦	桶装	42.9	880	4.9
桂格	纯燕麦片	桶装	45.9	1000	4.6
	五黑谷物燕麦	袋装	51.8	1036	5.0
五谷磨房	核桃芝麻黑豆粉	桶装	79.9	546	14.6

资料来源: 天猫, 长江证券研究所

西麦营销部门职能划分清晰, 有效推进公司销售业务。公司下设市场品牌部、线上电商部、线下渠道部、新业务部。市场品牌部负责市场推广等统筹工作, 线上电商部与线下渠道部分别负责线上、线下业务对接与客户管理, 新业务部主要负责 B2B、OEM 等新增业务。

表 4: 西麦营销部门职责

部门名称	部门职责
市场品牌部	制定年度市场推广计划、编制费用预算、市场评估、推广策划等
线上电商部	负责电商整体的营销、运营
线下渠道部	负责公司销售规划、建立线下管理制度、对接生产、制度客户管理办法
新业务部	负责 B2B、OEM 客户开发

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

线上线下并重, 公司顺应渠道变化调整渠道策略。从各年年报对渠道措施的描述来看, 公司线上线下同步发展的战略方向不变, 但市场策略顺应渠道变化做出及时灵活调整, 如 2021 年线上增加拼多多、抖音平台业务; 2022 年线下开始布局零食渠道, 2023 年加大对零食渠道的拥抱力度; 2023 年开始放眼海外市场, 拓展海外业务。

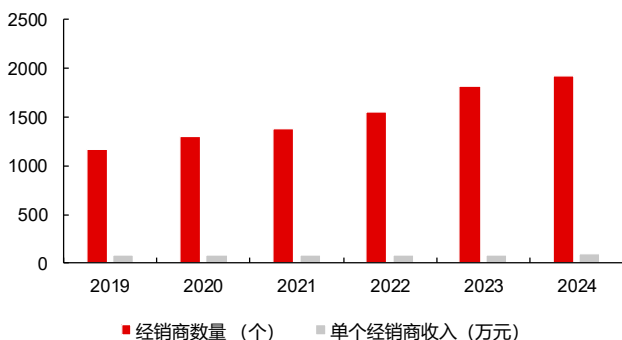
图 19: 公司渠道策略



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

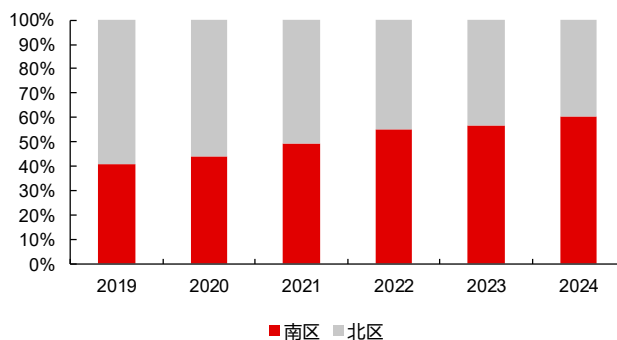
✓ **线下传统渠道:** 传统渠道为公司基础盘, 公司通过形象店打造、渠道下沉等巩固线下销售。分区域来看, 南区收入占比不断提升, 并于 2022 年反超北区, 2024 年南区收入占比已达约 59%。经销模式为公司主要模式, 2024 年经销模式收入占比为 53.5%。燕麦市场需求持续扩张, 公司品牌力影响力不断扩大, 吸引更多经销商加入, 2024 年年末公司经销商数量较 2019 年年末增加 752 个达 1920 个, 单个经销商收入较 2019 年增长约 19%至 99 万元, 匹配公司渠道下沉需要, 公司经销商以中小商为主。

图 20: 公司经销商数量及单个经销商收入



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 21: 公司分区域收入占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

✓ **线下新渠道:** 2021 年起公司开始积极探索线下新渠道, 目前已进入零食量贩、会员店等新渠道。1) **零食量贩:** 2022 年公司对线下零食店大系统覆盖已超 65%, 目前与鸣鸣很忙、万辰等均已达成合作, 公司 SKU 丰富, 定量、散称产品均有上架; 公司通过更偏休食的 SKU 迭代, 有效提高了零食量贩销售规模; 2) **山姆:** 公司 2025 年开始进入山姆系统, SKU 不断迭代, 11 月上线有机高蛋白燕麦片等, 零售价 49.9 元, 2026 年有望为公司贡献一定收入增量。

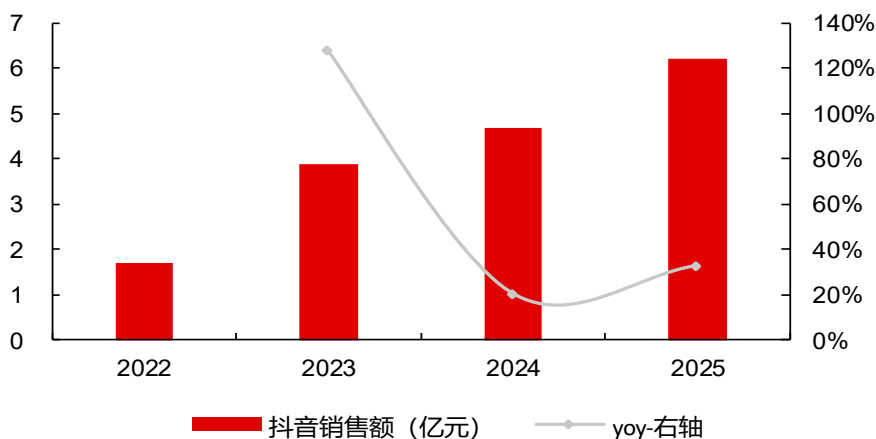
图 22：新渠道西麦产品矩阵

渠道	零食量贩	山姆	胖东来
产品规格	定量、散称	定制开发品	多款定量装
产品示意图			

资料来源：零食很忙，山姆，胖东来，长江证券研究所

- ✓ **线上渠道**：公司目前已覆盖天猫、京东、拼多多、抖音、快手、小红书等多数主流电商平台，预计其中抖音收入占比最高。2024 年公司在主流电商平台继续保持线上燕麦品类销售额 TOP1。根据蝉妈妈数据，2022-2025 年公司抖音平台销售额从 1.7 亿元增长至 6.2 亿元，CAGR 达约 54%。我们预计公司线上复购率较高，叠加 SKU 数量持续增加，未来有望保持较快增长。

图 23：抖音西麦销售额

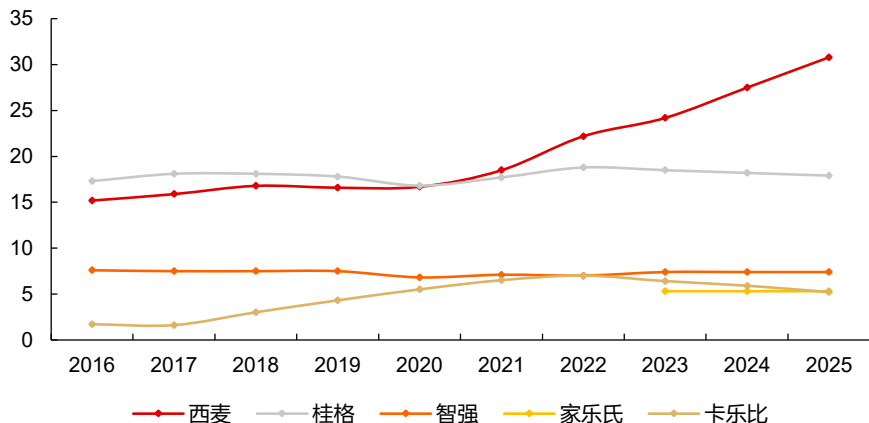


资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

百事旗下的桂格最早将速食燕麦片引入中国市场，作为后起之秀，西麦于 2021 年市占率反超，在此期间西麦做对了什么？

- ✓ **因地制宜，发展出具有特色的直营模式**。早期西麦通过聘请口才好的下岗女性，凭借其亲和力与零售商对接，处理送货、结账、换货等繁琐的工作，被称为“商嫂”模式。此模式在桂林试点成功后，逐步推向全国，时至今日，西麦员工中专职导购仍占三分之一左右的比例。此模式使西麦在早期对终端具有强掌控力和精细的渠道运营，逐步赢得了品牌和用户忠诚度。
- ✓ **产品不断迭代，渠道不断拓宽，将盘子做大做全**。在细分赛道如何获取更多市场份额，即不断完善产品矩阵（满足更多消费者续期，扩大消费人群）、拓宽渠道（提高覆盖度、提升产品曝光度）等。西麦目前拥有纯燕麦片、复合燕麦片、冷食燕麦片三大类产品，多个 SKU，满足不同消费需求；竞品桂格 SKU 迭代速度，对电商、零食量贩等新兴渠道的反应速度都慢于西麦，逐步失去先机。

图 24：各燕麦公司市占率情况（%）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

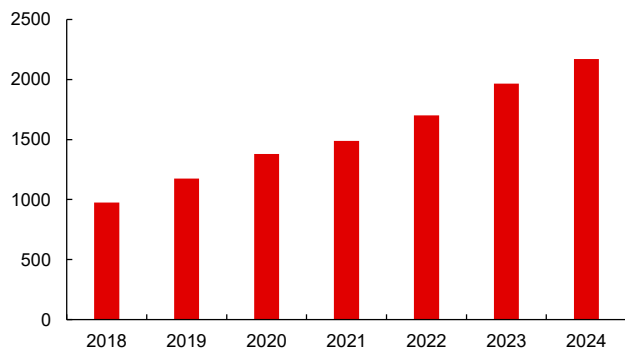
大健康业务：药食同源+生物科技，孵化第二曲线

扩展大健康业务，公司积极孵化第二曲线。2022 年西麦大健康业务开始启航，南京大健康研究院正式揭牌。2024 年西麦于成立 30 周年之际发布了西麦食品战略规划，未来西麦食品将围绕健康事业主线，布局燕麦谷物和大健康两大主导业务。2025 年江苏西麦二期项目竣工投产，这是西麦大健康战略布局的重要一环，齐集燕麦原料与大健康食品生产于一体的现代化谷物加工基地；同年，西麦食品与专注于微生物发酵技术的国家高新技术企业一阳生集团共同出资组建“贺州西麦西一生物科技有限公司”以全力打造药食同源发酵健康产品；同时公司与深圳百瑞吉文化科技有限公司达成深度合作，共同投资组建了桂林西麦百瑞吉食品有限公司，进军高端礼品市场。

西麦西一背靠西麦食品与一阳生集团，打造药食同源健康产品。西麦食品三十年来专注燕麦产品，充分了解消费者食品消费习惯。一阳生集团以微生物创新为核心，拥有微生态、新型酶制剂、合成生物学三大技术平台，产品覆盖益生菌、活性肽、发酵中药、特殊膳食。二者强强联手，全力打造药食同源发酵健康产品。

营养健康食品赛道广阔，消费群体逐步年轻化。随着国民健康意识提升，即时滋补品市场规模呈现快速增长的态势，中国即食滋补品市场规模行业规模于 2024 年达到 2171 亿元。同时药食同源产品的消费群体正在逐步年轻化，2024 年药食同源话题讨论人群 35 岁以下占比提升了 4.2pct，年轻人的加入为传统养生市场注入新的活力，也有望为公司带来新的客户群体。药食同源产品呈现两大趋势，一是礼盒包装趋势，滋补养生类礼盒产品成为送长辈亲友的礼物选择之一（西麦也开始进军高端礼品市场）；二是即食化趋势，即时化符合年轻人消费习惯，打破消费场景界限，提供了便捷的养生体验。

图 25：2018-2024 年即食滋补品市场规模（亿元）



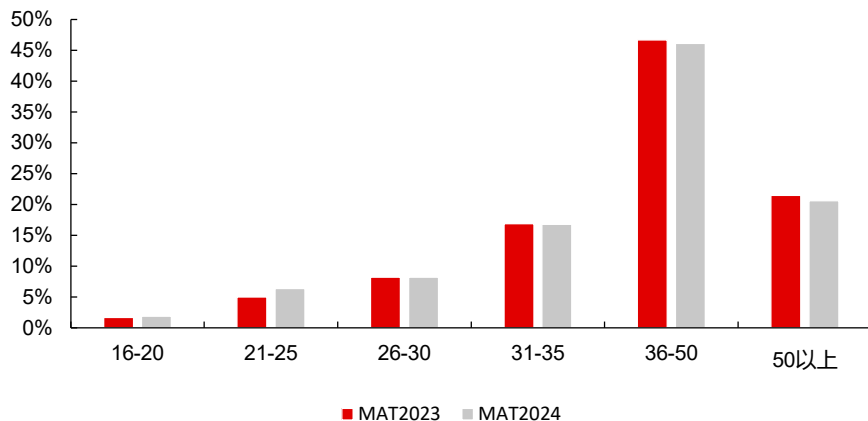
资料来源：嘉世咨询，长江证券研究所

图 26：“即食 X 滋补品” 声量趋势



资料来源：魔镜洞察《2024 年药食同源趋势洞察》，长江证券研究所

图 27：药食同源话题讨论人群年龄分布及变化



资料来源：魔镜洞察《2024 年药食同源趋势洞察》，长江证券研究所

公司大健康产品分为两大方向，一是西麦食养品牌下的轻滋补粉类产品；二是西一大健康产品，相关产品于 2025 年下半年陆续铺市。**大健康产品布局符合当下消费趋势，未来有望成为公司第二曲线。**

- ✓ **食养类产品：**公司 2025 年 9 月份在局部区域开始推广滋补养生粉类产品，包括“红参阿胶五红粉”、“人参石斛八珍粉”、“黄芪人参山药粉”、“燕窝肽杏仁七白粉”等产品。
- ✓ **肽类产品：**公司此前已推出“红参阿胶发酵饮”、“胶原蛋白燕窝肽饮”。2025 年 11 月，西麦推出控体自律套餐，该组合包含“饱+燃+纤”三款产品：饱——主打快速饱腹的“火麻仁爆爆燕麦纤维粉”；燃——主打轻盈燃脂的“彩虹燃燃燕麦营养素饮”；纤——主打温和舒肠的“益生元西梅燕麦发酵饮”，目前处于线上推广阶段。

图 28: 西麦大健康产品



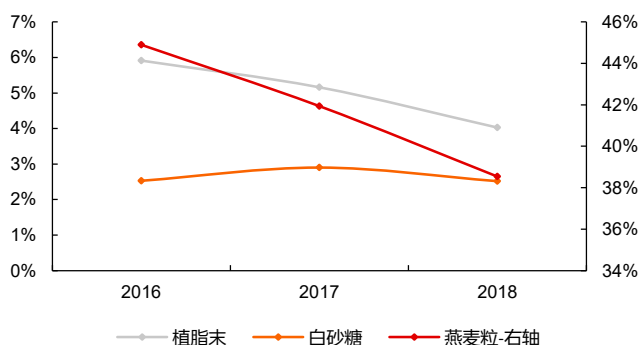
资料来源: 天猫, 胖东来, 长江证券研究所

燕麦价格下降, 释放利润弹性

全球布局燕麦产区, 保障供应链稳定。燕麦是公司重要的生产原材料, 根据招股说明书, 燕麦占生产成本比例均超过 35%, 占比相对较高。公司为保证燕麦充分供给, 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; 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, 构建燕麦全产业链。

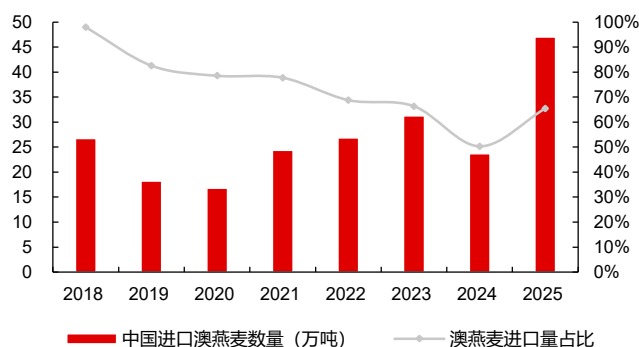
公司燕麦以澳麦为主, 澳麦价格进入下行通道, 公司成本端有望迎来改善。公司 90% 左右燕麦粒由澳洲进口, 澳洲燕麦种植面积较为稳定, 品质得到认可, 成为全球食用燕麦主要的出口国之一, 2018 年澳洲燕麦进口量占中国总燕麦进口量的约 98%, 2025 年这一数值回落至约 65%, 但仍有较高比例。澳洲燕麦价格近年来波动较大, 2017-2019 年因干旱澳洲燕麦减产, 价格出现上涨; 2022 年俄乌冲突加剧全球粮食供应风险, 乌克兰禁止燕麦出口, 进一步抬升燕麦价格; 2024 年澳洲燕麦进口价峰值可达 422 美元/吨, 较 2017 年年初上涨约 44%。2024Q4 开始随着全球供应改善, 澳麦价格开始进入下行通道, 2025 年 12 月高位下滑超过 20% 至 322 美元/吨, 公司成本端有望迎来改善。

图 29: 公司部分原材料在成本中的占比



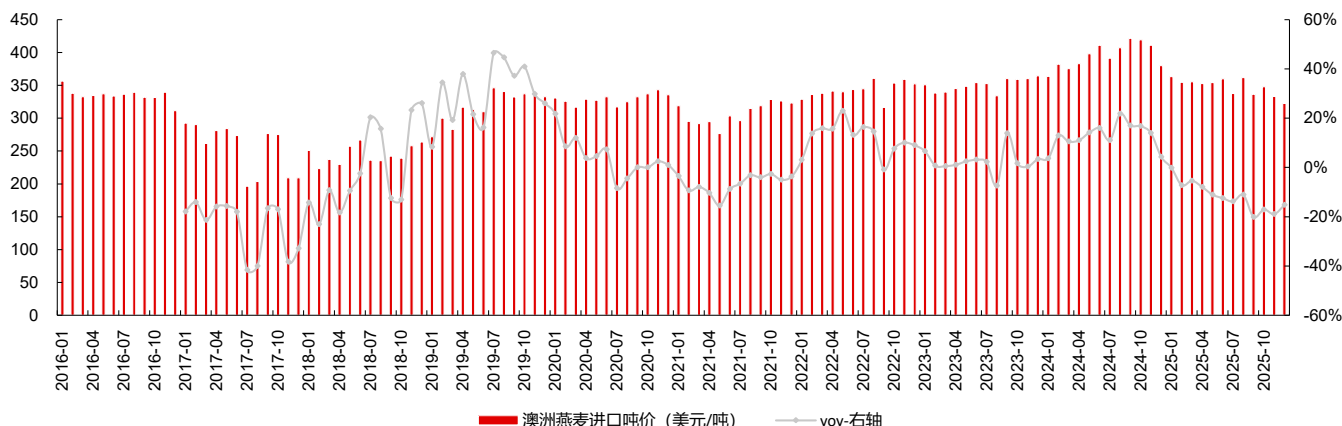
资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 30: 澳洲是我国燕麦的主要进口地之一



资料来源: Wind, 长江证券研究所

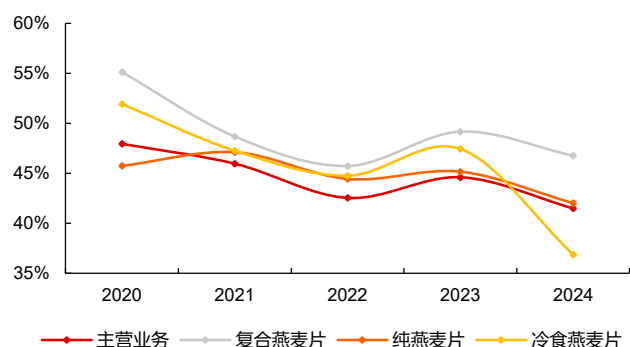
图 31: 澳麦进口价格



资料来源: Wind, 长江证券研究所

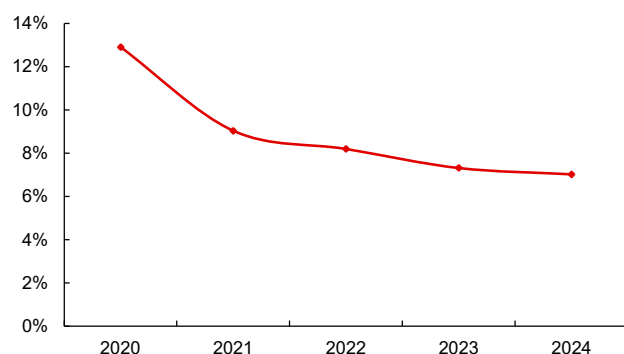
高燕麦成本下公司毛利率、净利率受损, 2025Q2 公司毛利率进入改善通道。2020 年以来因为燕麦成本高企, 公司各项产品毛利率出现明显下滑, 2024 年毛利率较 2020 年下滑超 6pct。随着 2024 年下半年澳洲燕麦价格回落, 公司采购成本得到改善, 2025Q2 公司单季度毛利率同比提升 2.6pct, 2025Q3 毛利率改善趋势延续。我们认为, 今年燕麦价格有望延续下行趋势, 公司利润弹性有望持续释放, 盈利能力将迎来修复。

图 32: 公司毛利率情况



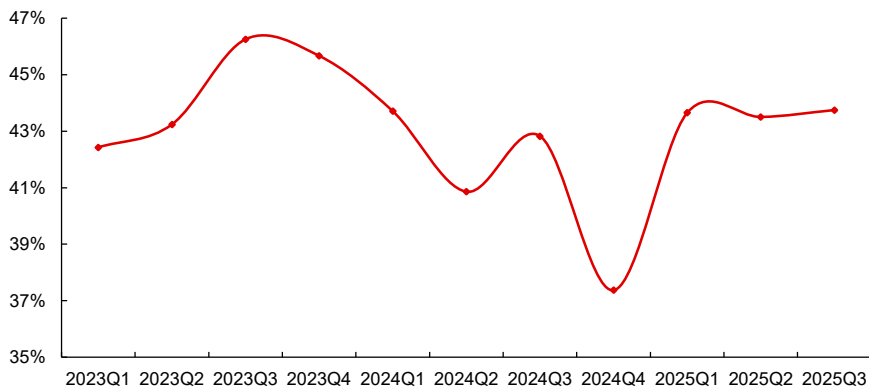
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 33: 公司归母净利率情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 34：公司单季度毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：燕麦价格变化对毛利率的影响测算

燕麦占公司成本比例	毛利率变化		燕麦价格变动					
			-16%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%
45%			4.22%	3.17%	2.64%	2.11%	1.58%	1.06%
40%			3.75%	2.82%	2.35%	1.88%	1.41%	0.94%
35%			3.29%	2.46%	2.05%	1.64%	1.23%	0.82%
30%			2.82%	2.11%	1.76%	1.41%	1.06%	0.70%
25%			2.35%	1.76%	1.47%	1.17%	0.88%	0.59%

资料来源：Wind，长江证券研究所

股权激励落地，激发团队活力

股权激励落地，激发团队活力，锚定双位数增长。2025 年 2 月公司推出员工持股计划，覆盖员工总数不超过 62 人，包括财务总监张志雄、总经理孙红艳和核心骨干人员。本次员工持股计划发行规模不超过 220.3 万股，占公司总股份比例接近 1%，受让价格为 8.16 元/股。本次员工持股计划分三期解锁，解锁比例分别为本持股计划总数的 30%、30%、40%。解锁考核要求分为公司层面与个人层面，其中公司层面业绩考核目标以 2024 年为基准，要求 2025-2027 年公司收入增速不低于 15%/32.3%/52.1%，即 2025-2027 年收入不低于 21.8/25.1/28.8 亿元，CAGR 为 15%。每期解除限售比例视考核目标完成度而定。本次业绩目标一方面确定公司未来发展节奏，另一方面也有利于激发核心骨干工作热情，有助于公司保持发展活力。

表 6: 2025 年员工持股计划情况

参与人员	职务	拟持有股数 (万股)	占持股计划的比例 (%)
张志雄	财务总监	5	2.27
孙红艳	董事、总经理	22.2	10.09
核心骨干		153.4	69.65
预留份额		39.63	17.99
合计		220.26	100

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 52.0875%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

盈利预测及投资建议

收入端，1) 纯燕麦业务：公司基础盘业务，业务较为成熟，随着老龄化加剧、居民健康意识加强带来长期渗透率提升，叠加山姆等渠道新品有望带来增量；2) 复合燕麦片：受益于电商、会员店、零食量贩等渠道放量，叠加产品结构升级，有望维持较快增速；3) 冷食燕麦：品类需求偏弱，德赛康谷经营预计好转带来增量；4) 其他：食养系+大健康产品，2026 年有望贡献收入增量。

利润端，燕麦原材料价格下降，叠加收入规模扩大带来期间费用摊薄，公司盈利能力或持续提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.8、2.5、3.1 亿元，对应 EPS 为 0.81、1.1、1.37 元，对应 PE 为 35X/26X/21X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、食品安全等风险。公司产品主要以早餐谷物为主，食品安全问题至关重要，出现较大食品安全问题会对公司品牌、收入带来较大打击。
- 2、原材料价格波动风险。公司原材料以燕麦为主，且依赖于澳洲进口，若燕麦价格出现上涨，将对公司整体盈利能力带来较大冲击。
- 3、新品需求不及预期风险。公司目前正处于积极拓展新产品、新渠道过程当中，若新品表现不及预期，将对公司未来收入成长性带来不确定性。
- 4、盈利预测不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。预计公司 2025-2027 年营收分别为 23.1、28、32.9 亿元，归母净利润分别为 1.8、2.5、3.1 亿元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，2025-2027 年归母净利润或降至 1.8、2.2、2.4 亿元。

表 7：公司收入和利润敏感性分析

	基准假设			悲观假设		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2314	2796	3285	2314	2689	2972
yoy	22%	21%	18%	22%	16%	11%
毛利率	43%	44%	44%	43%	43%	43%
归母净利润 (百万元)	181	246	306	181	216	241

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1896	2314	2796	3285	货币资金	269	318	428	564
营业成本	1112	1322	1575	1834	交易性金融资产	424	438	448	458
毛利	784	992	1221	1452	应收账款	103	117	140	166
%营业收入	41%	43%	44%	44%	存货	281	335	405	467
营业税金及附加	17	21	25	30	预付账款	62	75	91	105
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	100	199	200	204
销售费用	530	640	768	896	流动资产合计	1238	1482	1712	1963
%营业收入	28%	28%	27%	27%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	115	139	165	190	投资性房地产	1	1	1	1
%营业收入	6%	6%	6%	6%	固定资产合计	514	483	450	417
研发费用	9	11	13	15	无形资产	40	39	37	35
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	16	16	16	16
财务费用	-7	-7	-8	-8	递延所得税资产	13	18	18	18
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	369	340	334	328
加: 资产减值损失	0	-1	-1	-1	资产总计	2191	2379	2569	2779
信用减值损失	-1	-1	-1	-1	短期贷款	129	129	129	129
公允价值变动收益	6	13	10	10	应付款项	254	293	348	408
投资收益	6	5	5	5	预收账款	0	0	0	0
营业利润	157	214	290	360	应付职工薪酬	35	43	51	59
%营业收入	8%	9%	10%	11%	应交税费	21	26	30	36
营业外收支	0	-1	0	0	其他流动负债	196	278	328	372
利润总额	157	213	289	360	流动负债合计	635	769	885	1003
%营业收入	8%	9%	10%	11%	长期借款	6	6	6	6
所得税费用	24	32	43	54	应付债券	0	0	0	0
净利润	133	181	246	306	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	133	181	246	306	其他非流动负债	18	17	17	17
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	659	791	908	1026
EPS (元)	0.60	0.81	1.10	1.37	归属于母公司所有者权益	1515	1570	1644	1736
					少数股东权益	17	17	17	17
					股东权益	1532	1587	1661	1753
					负债及股东权益	2191	2379	2569	2779
现金流量表 (百万元)									
	2024A	2025E	2026E	2027E	基本指标				
经营活动现金流净额	170	250	281	347	2024A	2025E	2026E	2027E	
取得投资收益收回现金	7	5	5	5	每股收益	0.60	0.81	1.10	1.37
长期股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.76	1.12	1.26	1.55
资本性支出	-221	0	0	0	市盈率	27.78	34.90	25.76	20.68
其他	-162	-75	0	0	市净率	2.46	4.03	3.85	3.65
投资活动现金流净额	-376	-70	5	5	EV/EBITDA	19.83	25.00	18.78	15.04
债券融资	0	0	0	0	总资产收益率	6.3%	7.9%	9.9%	11.4%
股权融资	4	0	0	0	净资产收益率	8.8%	11.6%	14.9%	17.6%
银行贷款增加(减少)	149	0	0	0	净利率	7.0%	7.8%	8.8%	9.3%
筹资成本	-70	-130	-175	-217	资产负债率	30.1%	33.3%	35.3%	36.9%
其他	-122	-1	0	0	总资产周转率	0.90	1.01	1.13	1.23
筹资活动现金流净额	-37	-131	-175	-217					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-244	49	111	135					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。