

西麦食品 (002956)

证券研究报告
2026年02月09日

燕麦谷物为基，布局大健康板块

燕麦第一股，深耕燕麦全产业链

西麦品牌创建于1994年，历经三十年发展，专注燕麦健康事业，是中国唯一的燕麦全产业链上市公司。公司为家族企业，实控人为谢庆奎家族，直接/间接持有公司股权比例为55.23%，股权结构集中。收入稳健增长，14-24年CAGR为13.35%，利润22年后持续改善；2025Q1-3公司实现营收/归母净利润16.69/1.32亿元，同比+18.34%/+21.90%。

燕麦市场规模稳健增长，燕麦谷物健康产业发展空间较大

燕麦是天然健康食品，富含多种功能成分。中国燕麦市场规模稳健增长，市场空间有望进一步扩大。根据欧睿国际数据，中国早餐燕麦市场规模从2010年的29.84亿增至2024年的101.34亿元，14年CAGR为9.13%。参照欧美发达国家燕麦行业市场规模，中国燕麦片市场预计有望继续增长，市场空间将进一步扩大。根据欧睿国际数据，2024年我国燕麦人均消费量只有0.2kg，远低于欧美发达国家；我国的燕麦食品产业仍然属于发展的早期，未来潜力较大。根据欧睿国际数据，我国早餐燕麦市占率提升明显，CR3从2015年的39.7%提升至2024年的51.9%。其中西麦食品市占率增长最快，从2015年的第二名（15%）增长至2024年的第一名（26%）。

燕麦谷物为基，布局大健康板块

1) 燕麦谷物为基，横向拓展礼盒和药食同源粉类产品。公司产品以燕麦为主，2025H1复合燕麦/纯燕麦/冷食燕麦占比分别为48%/37%/8%。公司积极布局其他品类如礼盒产品和粉类产品。拆分量价看，产/销量稳健增长，吨成本上涨快于吨价上涨。随着燕麦价格下降，成本弹性有望释放。同时公司横向扩展其他品类，23年推出蛋白粉等产品，25年9月推出西麦食养四款粉类新品，并逐步通过药食同源的粉类产品拓展至粉类市场。2) 线上线下齐发力，探索创新业务。分区域看，南方大区占比持续提升，24年已超过60%。整体以经销为主（24年占比55%），直营占比快速提升。线下实现全渠道覆盖，重点发展并持续开发零食渠道，社区团购、社区便利、生鲜超市等新零售渠道；传统电商稳健增长，兴趣电商发力，实现线上销售高速增长。同时公司积极探索创新业务，拓展海外市场。3) 收购德赛康谷，布局大健康板块。公司于2024年3月收购德赛康谷，25H1德赛康谷实现营收3000万+，同比+10%，整体趋势向好，25Q2开始盈利。25年8月成立江苏西麦大健康科技有限公司，布局大健康赛道。25年7月与一阳生集团合资成立西麦西一公司，构建药食同源发酵健康产品矩阵。25年11月控体三件套顺利推出，大健康业务持续推进。

投资建议：公司核心燕麦主业保持稳定；大健康板块持续落子（药食同源粉/减肥控体三件套等），后续有望带动收入稳健高增。利润方面，随着规模效应提升+供应链多元化+持续降本，利润弹性有望释放。我们预计25-27年营收为22.7/26.8/31.7亿元，归母净利润为1.8/2.4/3.0亿元，我们采取相对估值法，给予公司2026年1.00倍PEG，对应目标价32.85元，目标市值73.35亿元，仍有约20%的上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
风险提示：原材料供应风险；食品安全风险、市场竞争风险；新品推广不及预期；渠道扩张不及预期；收购/新设公司行为风险；股价波动风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,578.00	1,896.13	2,266.33	2,684.07	3,168.97
增长率(%)	18.89	20.16	19.52	18.43	18.07
EBITDA(百万元)	148.92	175.58	248.82	327.37	400.46
归属母公司净利润(百万元)	115.45	133.19	181.50	241.22	295.00
增长率(%)	6.13	15.36	36.27	32.91	22.30
EPS(元/股)	0.52	0.60	0.81	1.08	1.32
市盈率(P/E)	52.72	45.69	33.53	25.23	20.63
市净率(P/B)	4.17	4.02	3.84	3.64	3.43
市销率(P/S)	3.86	3.21	2.69	2.27	1.92
EV/EBITDA	14.58	16.39	20.99	16.33	13.23

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/休闲食品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	27.26元
目标价格	32.85元

基本数据

A股总股本(百万股)	223.25
流通A股股本(百万股)	223.22
A股总市值(百万元)	6,085.71
流通A股市值(百万元)	6,085.09
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	25.89
一年内最高/最低(元)	29.78/15.22

作者

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

何宇航 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090002
heyuhang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《西麦食品-年报点评报告:冷食燕麦发展迅速，业绩有望迎拐点》2021-04-29
- 《西麦食品-公司点评:股票激励草案传递积极信号，彰显长期发展信心》2021-02-18
- 《西麦食品-半年报点评:业绩增长超预期，冷食放量全年可期》2020-09-02

内容目录

1. 燕麦第一股，深耕燕麦全产业链	4
1.1. 燕麦全产业链布局，专注燕麦健康事业	4
1.2. 股权结构集中，员工持股计划激发积极性	4
1.3. 收入稳健增长，利润有所改善	6
2. 燕麦市场规模稳健增长，燕麦谷物健康产业发展空间较大	7
3. 燕麦谷物为基，布局大健康板块	11
3.1. 燕麦谷物为基，横向拓展礼盒和药食同源粉类产品	11
3.2. 线上线下齐发力，探索创新业务	16
3.3. 收购德赛康谷，布局大健康板块	20
3.4. 全球布局燕麦产区，四大基地保证产能供给	24
4. 盈利预测与估值	24
4.1. 分产品盈利预测	24
4.2. 投资建议	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：西麦食品发展历程	4
图 2：西麦食品股权结构图（截至 2025 年 11 月）	5
图 3：西麦食品营收情况	6
图 4：西麦食品归母净利润情况	6
图 5：西麦食品毛利率/净利率情况	7
图 6：西麦食品费用率情况	7
图 7：谷物 β -葡聚糖的生物学作用	7
图 8：中国早餐燕麦市场规模	9
图 9：全球早餐燕麦市场规模	9
图 10：2020-2025 年中国早餐燕麦零售渠道增速情况一览	10
图 11：2025 年中国早餐燕麦中煮食燕麦占比约 70%	10
图 12：中国早餐燕麦市场规模对比英、美仍有较大提升空间	10
图 13：2024 年中国人均早餐燕麦消费量仍较低	10
图 14：我国早餐燕麦市占率变化	11
图 15：2024 年早餐燕麦日、美、中、英 CR3 情况	11
图 16：西麦食品主要产品一览	12
图 17：复合燕麦片/纯燕麦片为主要品类	12
图 18：复合燕麦片增速最快	12
图 19：西麦食品积极拓展高端礼品市场	13
图 20：西麦食品粉类和礼盒系列增长迅速（同比增速）	13
图 21：公司推出西麦食养四款粉类新品	13
图 22：西麦食品销量/产量情况	14

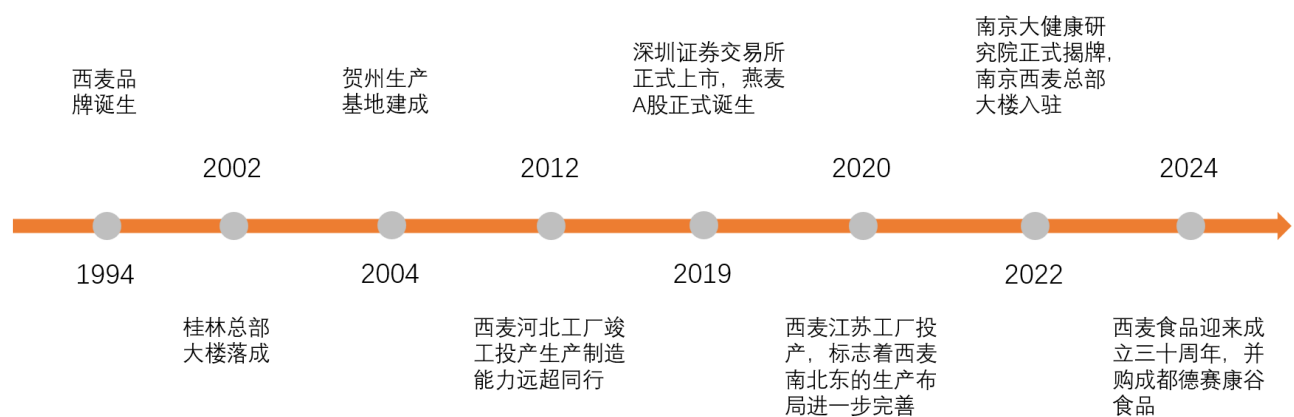
图 23: 西麦食品销量和产量 19-24 年 CAGR	14
图 24: 西麦食品吨价和吨成本情况	14
图 25: 西麦食品吨成本增长快于吨价增速	14
图 26: 公司主要品类成本增幅高于收入增幅	15
图 27: 公司主要品类毛利率有所下降	15
图 28: 全球和中国燕麦产量情况	15
图 29: 中国燕麦进口金额情况	15
图 30: CBOT 燕麦期货结算价 (活跃合约)	15
图 31: 美国农场平均价: 燕麦	15
图 32: 西麦食品研发费用和增速	16
图 33: 西麦食品研发费用占营收比重	16
图 34: 西麦食品国内分区域收入情况	16
图 35: 南方大区占比持续提升, 24 年已超过 60%	16
图 36: 经销为主, 直营收入快速增长	17
图 37: 直营占比快速提升	17
图 38: 分渠道毛利率情况	17
图 39: 24 年公司经销商数量增至 1920 家	18
图 40: 平均经销商收入下降	18
图 41: 量贩零食渠道快速增长	19
图 42: 西麦推出山姆新品 “Williams Town 冷泡燕麦”	19
图 43: 线上实现快速增长	19
图 44: 抖音 GMV 实现三级跳	19
图 45: 西麦食品全球官网	20
图 46: 西麦旗下德赛康谷食品有限公司展位	20
图 47: 德赛康谷谷物球展示	21
图 48: 德赛康谷酸奶谷物盖产品	21
图 49: 江苏西麦二期竣工投产暨大健康科技有限公司成立庆典	21
图 50: 贺州西麦西一生物科技有限公司开业庆典	22
图 51: 西麦推出控体三件套产品	23
表 1: 西麦食品管理层一览 (截至 2025 年 11 月)	5
表 2: 25 年员工持股计划授予人情况	5
表 3: 25 年员工持股计划业绩考核目标	6
表 4: β -葡聚糖在各国获得批准的健康声称汇总表	8
表 5: 西麦食品产能情况 (截至 25 年中报)	24
表 6: 业务拆分	25
表 7: 可比公司估值表 (截至时间 2026 年 2 月 6 日)	26

1. 燕麦第一股，深耕燕麦全产业链

1.1. 燕麦全产业链布局，专注燕麦健康事业

燕麦第一股，深耕领域三十余年。西麦品牌创建于 1994 年，历经三十年发展，专注燕麦健康事业，是中国唯一的燕麦全产业链上市公司。西麦坚守“服务万众健康”的使命，每年为中国亿万家庭提供安全营养的健康食品，是中国第一燕麦谷物品牌，也是全球第一的中国燕麦谷物品牌。西麦拥有热食冲调谷物、冷食休闲谷物、杂粮主食、功能营养食品四大系列 70 多种产品，荣获中国有机、欧盟有机、美国有机等 60 多张证书；在渠道方面，线下西麦拥有经销商 1700+ 家，市场占有率超过 20%；线上西麦实现了京东、淘宝、拼多多等电商平台全覆盖，成为冲饮谷物全网品牌第一。西麦立足燕麦谷物健康事业，打造全产品、全场景、全客群、全产业链的燕麦生态圈；西麦迈进大健康领域，通过先进科技手段开发功能营养、特医特膳食品。

图 1：西麦食品发展历程

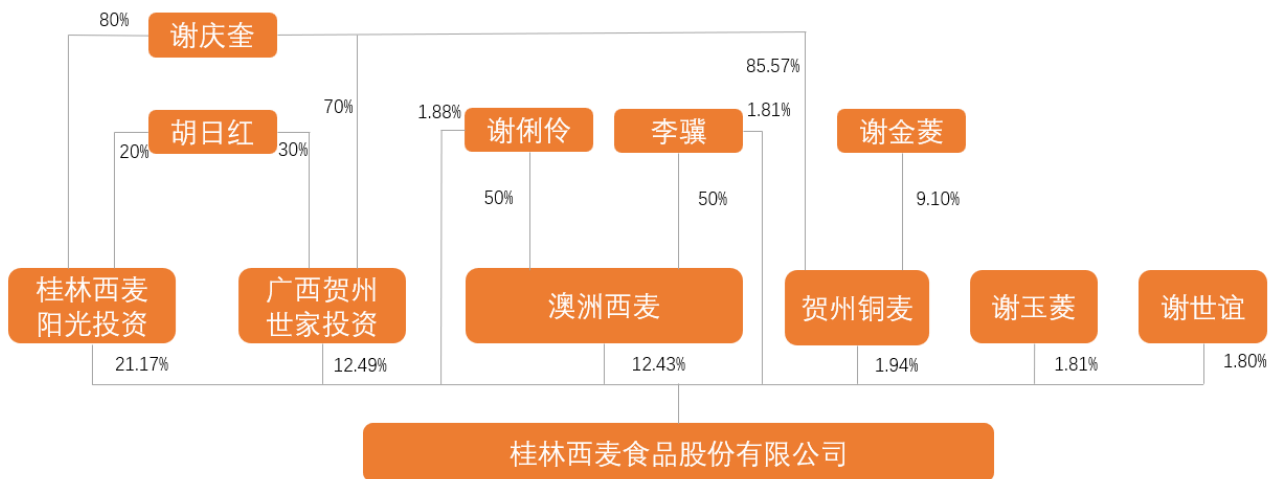


资料来源：西麦食品官网，西麦食品公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构集中，员工持股计划激发积极性

公司股权结构集中，谢庆奎家族为实控人。公司为家族企业，实控人为谢庆奎家族（谢庆奎、胡日红、谢俐伶、谢金菱、李骥），谢世谊和谢玉菱为实控人一致行动人。谢庆奎为公司董事长和创始人，胡日红与谢庆奎为夫妻关系，谢俐伶、谢金菱、谢玉菱与谢庆奎为父女关系，谢世谊与谢庆奎为父子关系，谢金菱与李骥为夫妻关系。谢庆奎家族直接/间接持有公司股权比例为 55.23%，股权结构集中。公司管理层拥有丰富的相关行业经验。

图 2：西麦食品股权结构图（截至 2025 年 11 月）



资料来源：Wind，西麦食品公告，天风证券研究所

表 1：西麦食品管理层一览（截至 2025 年 11 月）

姓名	职务	年龄	简介
谢庆奎	董事长/董事	74	公司实际控制人，现任公司董事长。
谢金菱	董事/副总经理/董秘	48	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。
孙红艳	董事/总经理	45	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、总经理。
张志雄	财务总监	50	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，天风证券研究所

发布员工持股计划，激发员工积极性。25 年 2 月公司发布员工持股计划，拟授予董监高以及核心骨干人员（不超过 62 人）合计 220.26 万股股票（约占当时公司总股本的 0.9866%），其中预留份额为 39.63 万股，受让价格为 8.16 元/股。业绩考核目标为以 24 年公司营收为基准，25-27 年营收增长率不低于 15%/32.25%/52.0875%，复合增速为 15%。股份支付费用为 3453.67 万元，公司预计 25-28 年分别摊销 1847/1065/504/38 万元。我们认为此次员工持股计划有利于调动员工积极性，促进公司持续发展。

表 2：25 年员工持股计划授予人情况

姓名	职务	拟持有股数（万股）	占持股计划比例
张志雄	财务总监	5	2.27
董事、高级管理人员及监事合计		5	2.27
核心骨干人员（61 人）		175.6271	79.74
预留份额		39.6329	17.99
合计		220.26	100.00

资料来源：西麦食品公告，天风证券研究所

表 3：25 年员工持股计划业绩考核目标

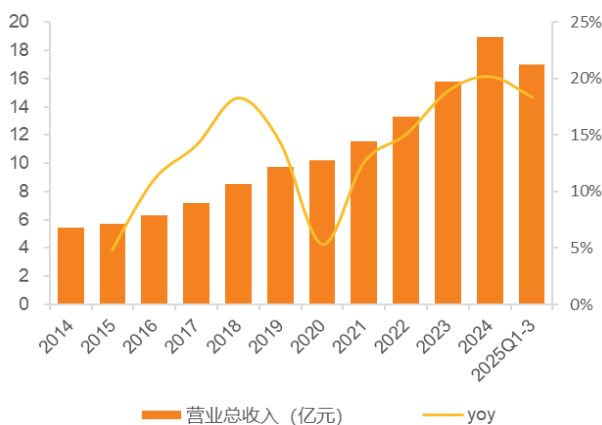
解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	以公司 2024 年营业收入为基准，公司 2025 年营业收入增长率不低于 15%
第二个解锁期	以公司 2024 年营业收入为基准，公司 2026 年营业收入增长率不低于 32.25%
第三个解锁期	以公司 2024 年营业收入为基准，公司 2027 年营业收入增长率不低于 52.0875%

资料来源：西麦食品公告，天风证券研究所

1.3. 收入稳健增长，利润有所改善

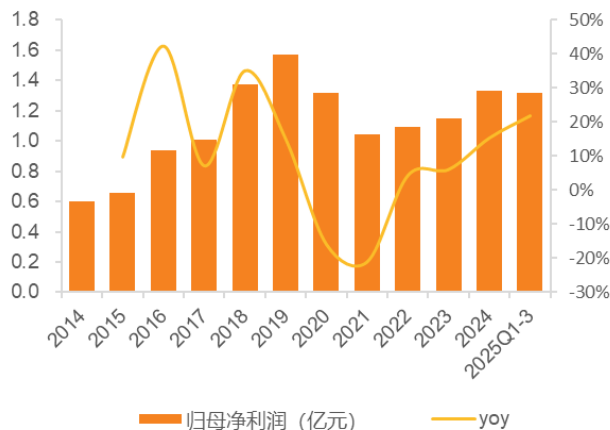
收入稳健增长，利润 22 年后持续改善。公司营收从 2014 年 5.42 亿增至 2024 年 18.96 亿元，10 年 CAGR 为 13.35%；归母净利润从 2014 年 0.60 亿增至 2019 年 1.57 亿元，2020、2021 年由于受疫情+成本上涨+费投加大等因素影响有所下降，2022 年重回增长通道，2024 年归母净利润为 1.33 亿元，同比增长 15.36%。2025Q1-3 公司实现营收/归母净利润 16.96/1.32 亿元，同比+18.34%/+21.90%。

图 3：西麦食品营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

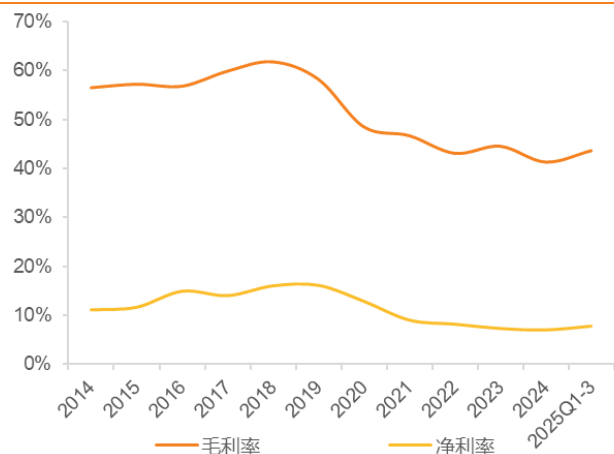
图 4：西麦食品归母净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

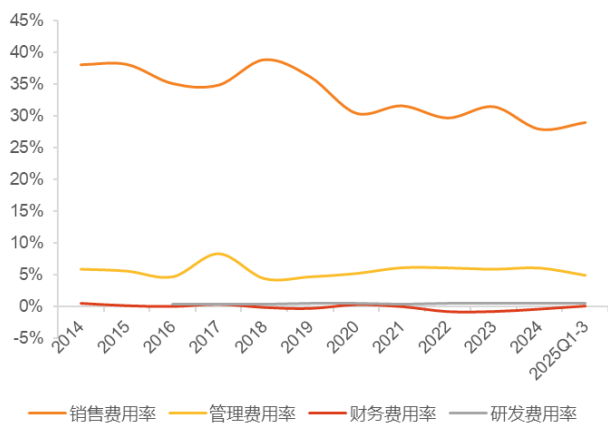
利润率有所回落，费用率水平相对稳健。毛利率看，公司毛利率有所下滑，2020 年开始下滑较多主要系原材料成本上涨以及 20 年 1 月开始执行新收入准则，将销售费用下的运输装卸费调整计入到营业成本；2024 年毛利率为 41.33%，25Q1-3 毛利率增至 43.64%。费用率看，销售费用率一直保持较高水平，2020 年之后保持在 30%左右，2024 年/25Q1-3 为 27.94%/28.98%；管理费用率较为稳健，基本在 5-6%水平，24 年/25Q1-3 为 6.09%/4.96%。综合看，净利率水平受到成本、费用率影响，22 年开始在 7%-8%左右波动，24 年/25Q1-3 为 7.02%/7.81%。

图 5：西麦食品毛利率/净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：西麦食品费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 燕麦市场规模稳健增长，燕麦谷物健康产业发展空间较大

燕麦是天然健康食品，富含多种功能成分。燕麦作为唯一上榜“全球十大健康食物”的谷类食品，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，其膳食纤维含量是精制大米的 26 倍，小麦粉的 35 倍。燕麦具有很好的降糖降脂、抗氧化、提高免疫力功效，是健康食品的天然优质原料。燕麦中富含的一种主要营养成分 β -葡聚糖对人体具有多种有益的生物学作用。截至 2022 年，全球多个行政区域已经批准了关于燕麦产品相关的健康声明。

图 7：谷物 β -葡聚糖的生物学作用



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：β-葡聚糖在各国获得批准的健康声称汇总表

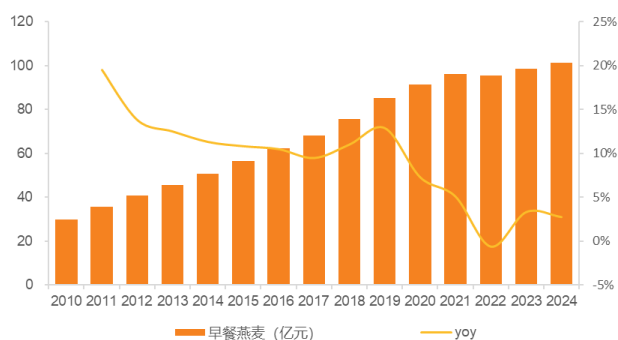
国家	健康声称	条件	
		符合条件的食物来源	所需要的β-葡聚糖数量
欧盟 (European Commission, 2011, 2012)	“燕麦β-葡聚糖可降低胆固醇水平，高胆固醇是心脏病发生的主要危险之一。”	燕麦β-葡聚糖	每份食物中燕麦β-葡聚糖的含量需至少为1g，同时必须标示需每天摄入3g燕麦β-葡聚糖才能达到该声称中所说的健康效应
	“β-葡聚糖可维持正常胆固醇水平。”	燕麦、燕麦麸皮、大麦、大麦麸皮或者这些食物来源的混合物	每份食物中β-葡聚糖（来源于燕麦、燕麦麸皮、大麦、大麦麸皮及以上四种的混合物）的含量需至少为1g，同时必须标示需每天摄入3gβ-葡聚糖（来源于燕麦、燕麦麸皮、大麦、大麦麸皮及上述四种的混合物）才能达到该声称中所说的健康效应
	“将燕麦或大麦来源的β-葡聚糖作为膳食的一部分，可减少餐后血糖水平的上升。”	燕麦或大麦	食物中每含有30g可利用碳水化合物时至少含有4g来源于燕麦或大麦的β-葡聚糖
	“燕麦纤维可增加排便量。”	燕麦	按照法规附件（EC）编号1924/2006所列出的声称“高纤维”中所述内容，该声称仅可以用于燕麦纤维含量高的食物
加拿大 (HealthCanada, 2011, 2012)	主要声称：“[来自营养成分表的每一份量（公制度量和美式日常度量单位）]（品牌名称）[食物名称] [合适的纤维来源名称] 可以供应/提供已被证实有助于减少/降低胆固醇的纤维 [每日量的X%] 附加声称： “燕麦膳食纤维可降低胆固醇水平。” “高胆固醇是心脏病的主要危险因素之一。” “燕麦膳食纤维可降低胆固醇水平，胆固醇是心脏病的主要危险因素之一。”	燕麦麸皮、燕麦片（也被称为燕麦）和全燕麦粉，或作为食物本身（燕麦麸皮及燕麦片）。或作为食物原料（燕麦麸皮、燕麦片以及全燕麦粉）	每份食物中至少含有0.75g燕麦β-葡聚糖
美国 (Electronic Code of Federal Regulations, 2012c)	“特定食物来源的可溶性膳食纤维与冠心病的风险。” 声称格式： （1）“特定食物来源的可溶性膳食纤维（食物来源见右列）作为低饱和脂肪、低胆固醇饮食的一部分，可降低心脏病的发生风险，一份[具体食物名称]每天可以提供_g [右列列出的可溶性纤维的克数]的可溶性膳食纤维[右列列出的具体可溶性纤维名称]，才可达到这一效果。” （2）“低饱和脂肪，低胆固醇饮食包含_	以下来源的可溶性纤维β-葡聚糖： 燕麦及大麦来源的β-葡聚糖：燕麦麸皮、燕麦片、全燕麦粉、干燥碾磨全谷物大麦、大麦β-膳食纤维 车前子壳	产品必须含有一种或多种全燕麦或大麦，且每可食用参考量中的全燕麦或大麦至少含有0.75g的可溶性纤维； 每可食用的参考量中至少含有0.75g的可溶性膳食纤维β-葡聚糖； 对于车前子食品，每可食用的参考量中至少含有1.7g的可溶性纤维

	g 来源于 (右列列出的食物来源) [右列列出的具体可溶性纤维名称], 可降低心脏病的发生风险。一份 [食物名称] 可以提供 _g 的可溶性膳食纤维		
马来西亚 (Malaysia MoH, 2012)	“来自燕麦或大麦的 β -葡聚糖有助于降低胆固醇。”	燕麦及大麦	每份产品至少含有 0.75g β -葡聚糖同时必须在食品标签上提供以下声明: “降低胆固醇水平的推荐剂量为 3g。”
	“当单独食用燕麦可溶性纤维 (β -葡聚糖) 时, 有助于降低血糖升高幅度	燕麦	每 100g 产品中至少含有 6.5g 燕麦 β -葡聚糖, 同时必须在食品标签上提供以下声明: “有关使用本产品的建议, 请咨询您的医学专家。”
澳大利亚/新西兰 (Food Standards Australia New Zealand, 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	每份食物中必须含有至少 1g 燕麦或大麦来源的 β -葡聚糖

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

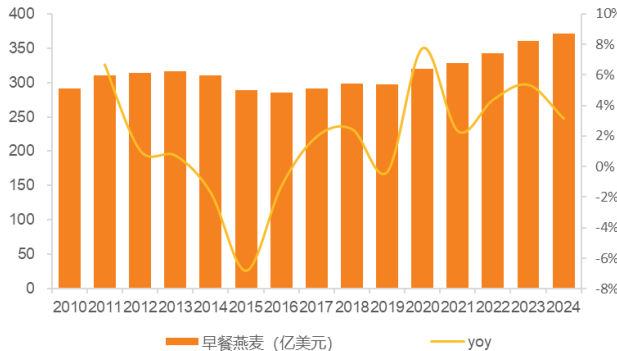
中国燕麦市场规模稳健增长, 市场空间有望进一步扩大。根据欧睿国际数据, 中国早餐燕麦市场规模从 2010 年的 29.84 亿增至 2024 年的 101.34 亿元, 14 年 CAGR 为 9.13%。2024 年全球早餐燕麦市场规模达到 371 亿美元, 同比+3.13%。参照欧美发达国家燕麦行业市场规 模, 结合人口规模、燕麦片人均消费及中国目前燕麦片消费场景扩展趋势 (热食到冷食, 早餐到休闲场景等) 考虑, 中国燕麦片市场预计有望继续增长, 市场空间有望进一步扩大。

图 8: 中国早餐燕麦市场规模



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

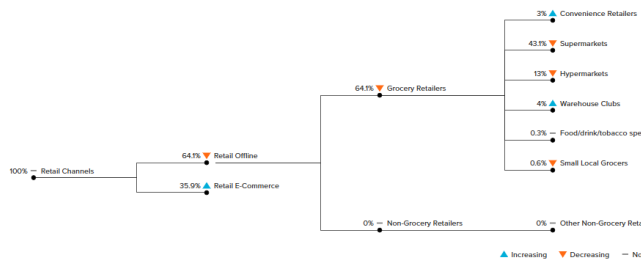
图 9: 全球早餐燕麦市场规模



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

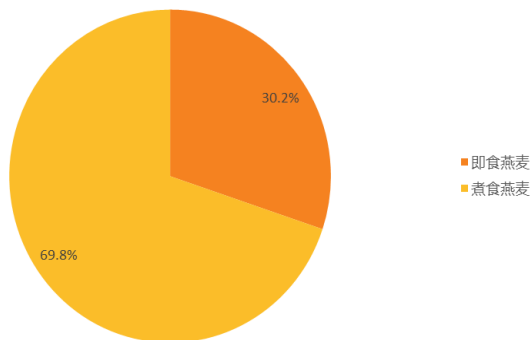
煮食燕麦为主, 线下增速较快。根据欧睿国际数据, 中国早餐燕麦主要分为煮食燕麦和即食燕麦, 煮食燕麦占主要比例, 25 年占比为 69.8%。从渠道来看, 2020-2025 年中国早餐燕麦零售渠道增速中, 线下增速较快, 25 年线下零售渠道增速 64.1%; 线下渠道中, 超市和特大型超市早餐燕麦的增速为 43.1%、13%, 仓储会员店和便利店零售商增速分别为 4%、3%。

图 10：2020-2025 年中国早餐燕麦零售渠道增速情况一览



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

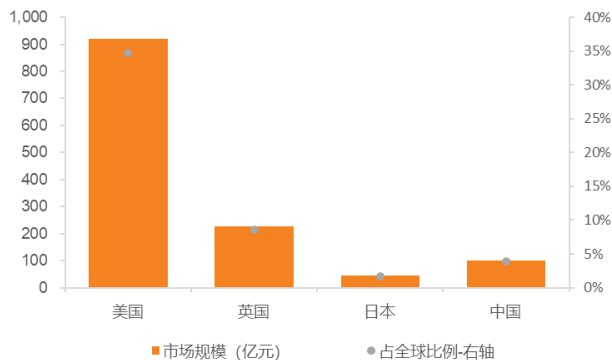
图 11：2025 年中国早餐燕麦中煮食燕麦占比约 70%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

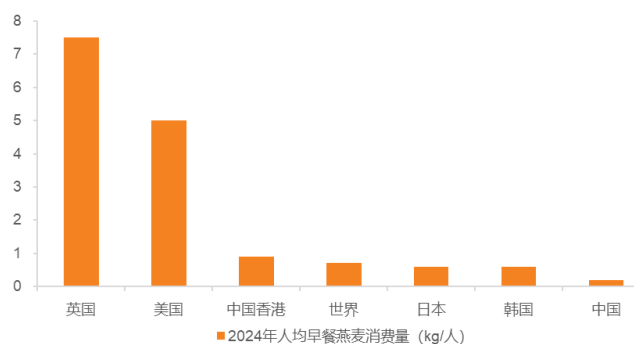
我国燕麦市场仍处于发展早期，人均消费有较大提升空间。根据欧睿国际数据，2024 年，我国燕麦人均消费量只有 0.2kg，远低于欧美发达国家；与我国居民饮食习惯相近的日本、韩国和中国香港地区，燕麦人均消费量分别为 0.6、0.6、0.9kg，也高于我国同期水平，我国的燕麦食品产业仍然属于发展的早期，未来潜力较大。从市场规模看，美国、英国市场规模较大，25 年分别为 921、227 亿元，中国市场规模仍有较大发展空间。

图 12：中国早餐燕麦市场规模对比英、美仍有较大提升空间



资料来源：欧睿国际，中国银行官网，天风证券研究所（注：市场规模数据来源于欧睿国际数据，但由于欧睿国际统计为本国货币，我们选择 25 年 8 月 18 日中国银行官网的汇率来计算市场规模）

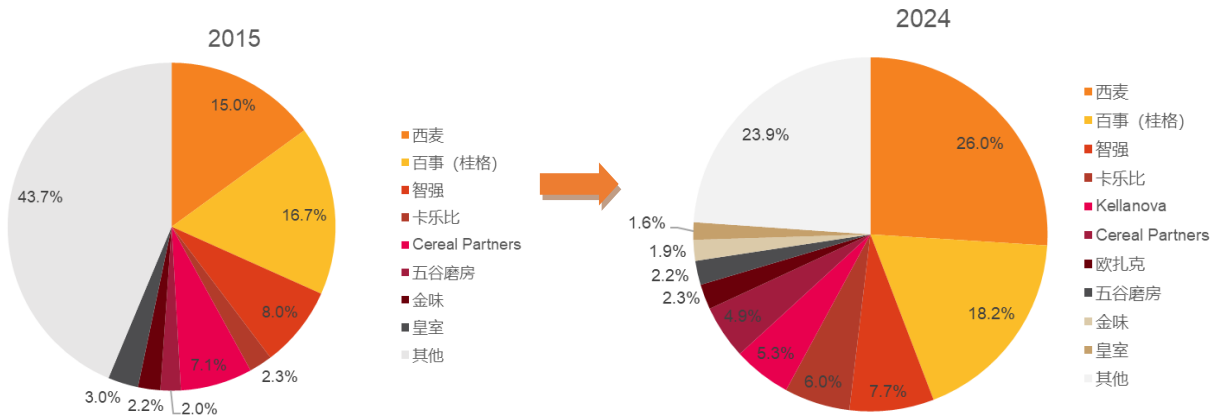
图 13：2024 年中国人均早餐燕麦消费量仍较低



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

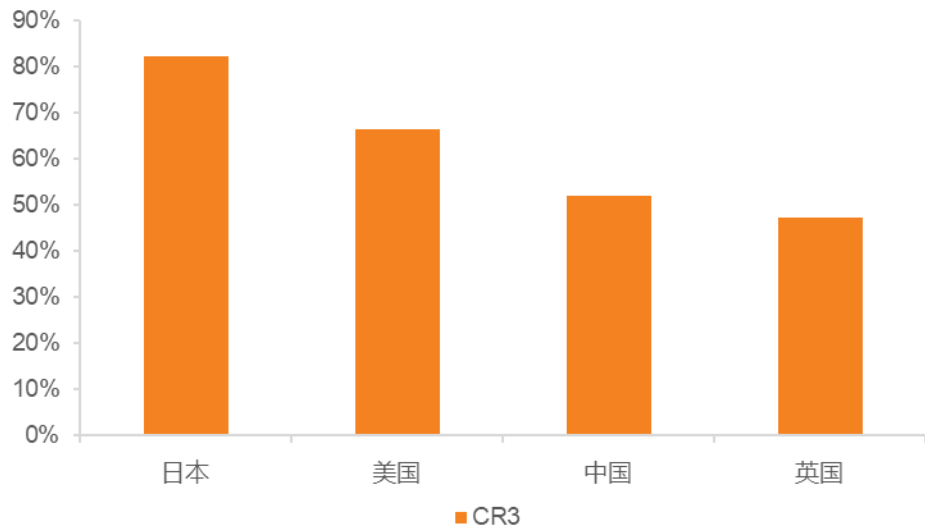
集中度提升明显，但仍有向上空间。根据欧睿国际数据，我国早餐燕麦市占率提升明显，CR3 从 2015 年的 39.7% 提升至 2024 年的 51.9%。其中西麦食品市占率增长最快，从 2015 年的第二名（15%）增长至 2024 年的第一名（26%），桂格市占率排名第二（24 年市占率 18.2%）。但横向对比日本和美国，24 年 CR3 为 82.2%、66.4%，我们认为我国燕麦行业市占率仍有向上空间。

图 14：我国早餐燕麦市占率变化



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 15：2024 年早餐燕麦日、美、中、英 CR3 情况



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. 燕麦谷物为基，布局大健康板块

3.1. 燕麦谷物为基，横向拓展礼盒和药食同源粉类产品

燕麦谷物为基础，产品矩阵多元化。公司产品以燕麦为代表，矩阵逐渐丰富。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），创新产品（药食同源粉、冲调粥、燕窝粥、功能滋补系列等）。

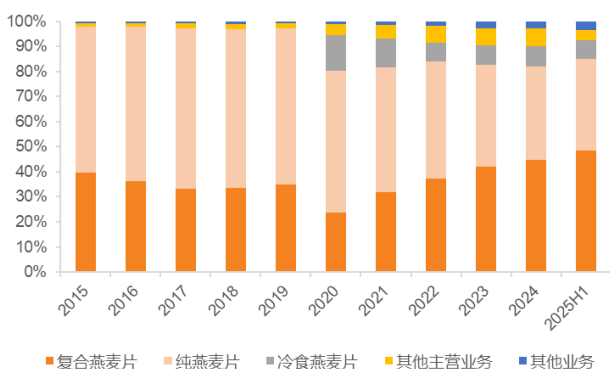
图 16：西麦食品主要产品一览



资料来源：公司公告，天风证券研究所

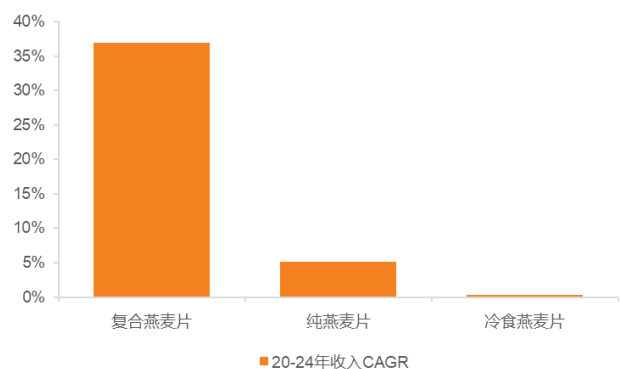
复合燕麦和纯燕麦片为主，复合燕麦快速增长。2023 年以前公司主要产品为纯燕麦片，营收占比一度超过 50%，2023 年复合燕麦收入占比超过纯燕麦片，并开始成为公司第一大品类。复合燕麦片收入从 2020 年 2.42 亿元增至 2024 年 8.51 亿元，CAGR 为 37%；纯燕麦片收入从 2020 年 5.79 亿元增至 2024 年 7.06 亿元，CAGR 为 5%；冷食燕麦 2020 年收入为 1.47 亿元，经过 21-22 年下滑后，24 年恢复至 1.49 亿元。从占比看，25H1 复合燕麦/纯燕麦/冷食燕麦占比分别为 48%/37%/8%。

图 17：复合燕麦片/纯燕麦片为主要品类



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：复合燕麦片增速最快



资料来源：Wind，天风证券研究所

布局礼品渠道，积极拓展高端礼品市场。西麦食品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，西麦食品持股 51%。这一举措标志着西麦正式吹响进军高端礼品市场的号角，通过整合双方在健康食品研发、文化创意营销及礼品渠道拓展领域的核心优势，构建起覆盖全国的礼品团购、城市礼品及定制礼品的立体化渠道网络。

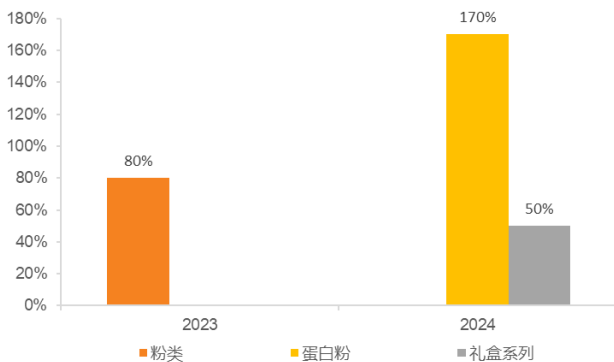
图 19：西麦食品积极拓展高端礼品市场



资料来源：西麦人公众号，天风证券研究所

推出蛋白粉等产品，通过药食同源的粉类产品拓展至粉类市场。西麦在 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，并推出药食同源燕麦谷物粉、酶解燕麦粉，标志着公司迈进大健康领域。23 年粉类产品同比增长超过 80%；益生菌蛋白粉，上市仅 4 个月，销售额超过 1000 万元。24 年蛋白粉同比增长超过 170%、礼盒系列同比增长超过 50%。当前轻滋补及药食同源相关市场规模已达 200 亿元，且持续扩容。25 年 9 月，公司推出西麦食养四款粉类新品：黄芪人参山药粉、燕窝肽杏仁七白粉、人参石斛八珍粉、红参阿胶五红粉。产品已在线上平台全面上线，并在山东、河南部分线下渠道试点推广，市场反馈积极，销售表现良性。该品类契合中式养生与“药食同源”的消费趋势，消费者认可度持续提升。公司以系列化产品布局切入，有望在其中占据一席之地，未来将对公司整体营收形成积极贡献。

图 20：西麦食品粉类和礼盒系列增长迅速（同比增速）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

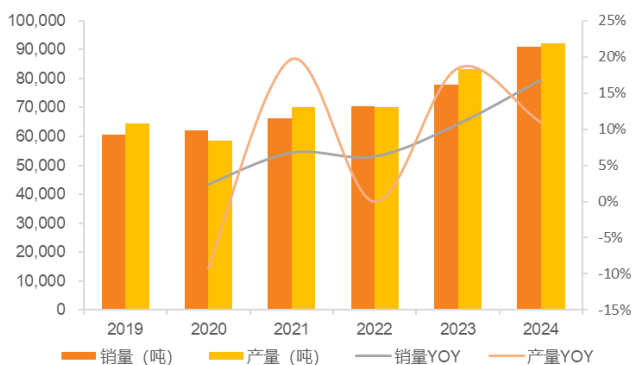
图 21：公司推出西麦食养四款粉类新品



资料来源：西麦燕麦公众号，天风证券研究所

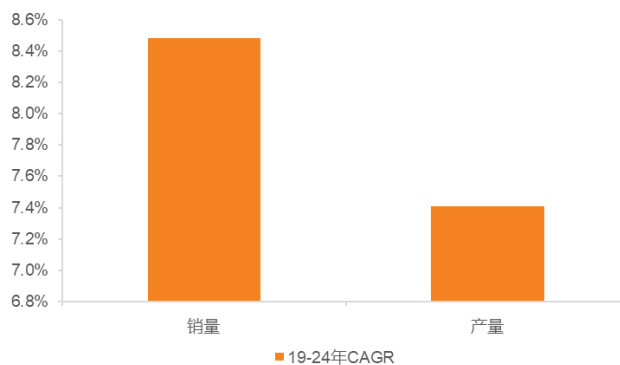
产/销量稳健增长，吨成本上涨快于吨价上涨。量：公司 19 年以来产销量基本保持稳健增长，销量从 19 年 6.06 万吨增至 24 年 9.11 万吨，5 年 CAGR 为 8.48%；产量从 19 年 6.45 万吨增至 24 年 9.22 万吨，5 年 CAGR 为 7.41%；产销量基本保持相对平衡状态。**价**：公司产品吨成本涨幅高于吨价涨幅。吨价从 19 年 1.56 万元/吨增至 24 年 1.87 万元/吨，5 年 CAGR 为 3.70%；吨成本从 19 年 0.65 万元/吨增至 24 年 1.05 万元/吨，5 年 CAGR 为 10.11%。

图 22：西麦食品销量/产量情况



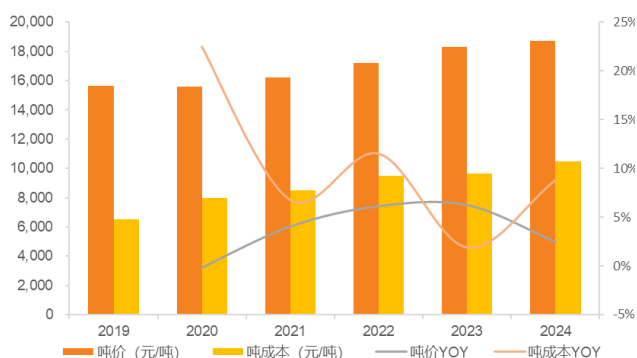
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：西麦食品销量和产量 19-24 年 CAGR



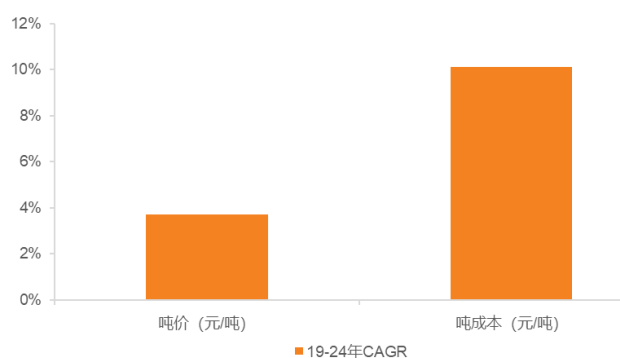
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：西麦食品吨价和吨成本情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

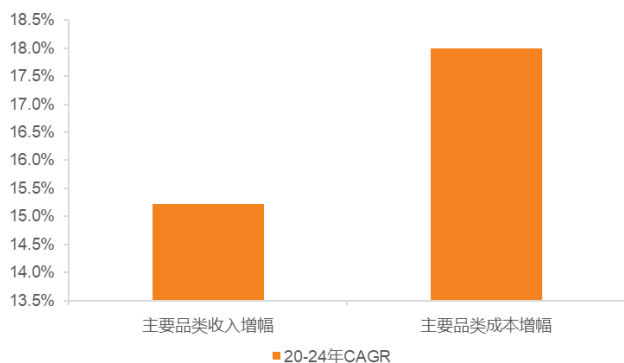
图 25：西麦食品吨成本增长快于吨价增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

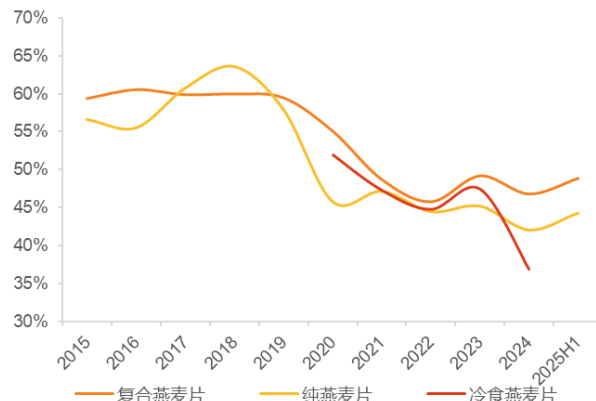
成本涨幅较快，主要产品毛利率有所下降。由于成本上涨过快（20-24 年主要品类成本增幅高于收入增幅），公司利润压力较大。从利润率来看，主要品类毛利率水平承压，复合燕麦片/纯燕麦片/冷食燕麦片毛利率从 20 年的 55.11%/45.75%/51.94% 降至 24 年的 46.76%/42.02%/36.86%，25H1 复合燕麦片/纯燕麦片毛利率提升至 48.84%/44.26%。

图 26：公司主要品类成本增幅高于收入增幅



资料来源：公司公告，天风证券研究所

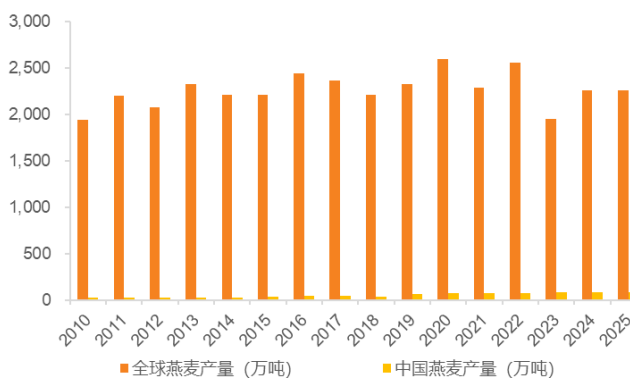
图 27：公司主要品类毛利率有所下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

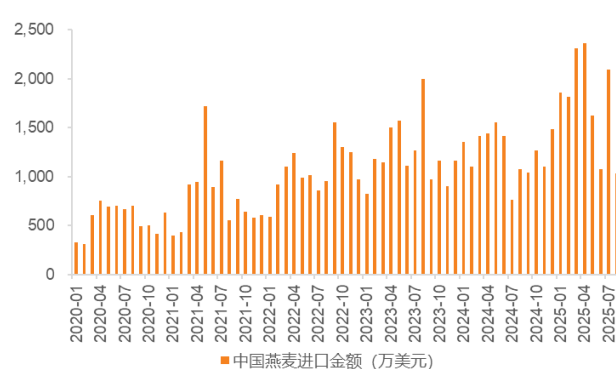
燕麦价格下降，25 年成本弹性有望释放。燕麦是世界性栽培作物，主要集中产区是北半球的温带地区，主产国有俄罗斯、加拿大、美国、澳大利亚、德国、芬兰及中国等。24 年全球燕麦产量 2254.2 万吨，中国燕麦产量为 85 万吨，中国仅占全球产量约 4%；24 年中国燕麦进口量为 48.2 万吨，进口金额为 1.58 亿美元；我国燕麦仍较为依赖进口。21 年开始燕麦价格开始上涨，以美国农场平均价为例，最高在 22 年涨至 4.57 美元/蒲式耳，随后价格开始回落，25 年美国农场平均价同比下降 7.5%。我们认为随着燕麦价格下降，25 年公司利润或有望释放。后续随着规模效应提升，以及公司在供应链一体化和持续降本，毛利率水平或有望提升。

图 28：全球和中国燕麦产量情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：中国燕麦进口金额情况



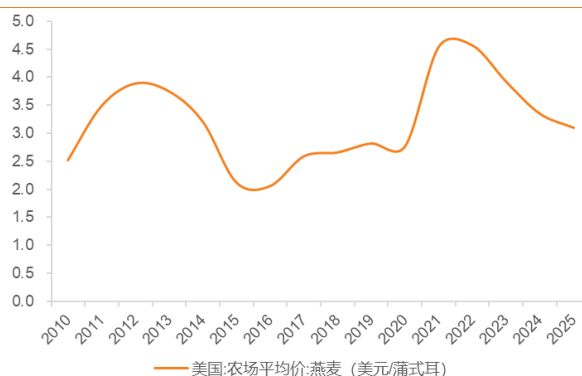
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：CBOT 燕麦期货结算价（活跃合约）

图 31：美国农场平均价：燕麦



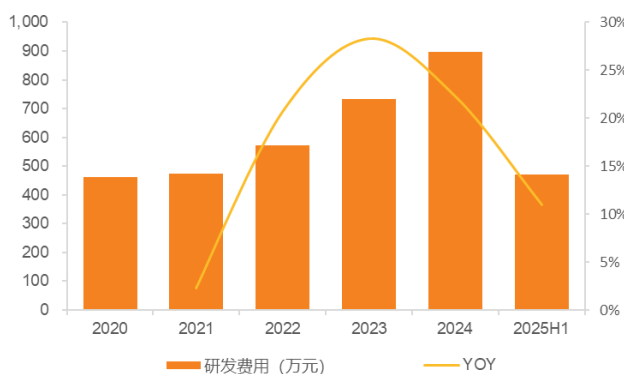
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

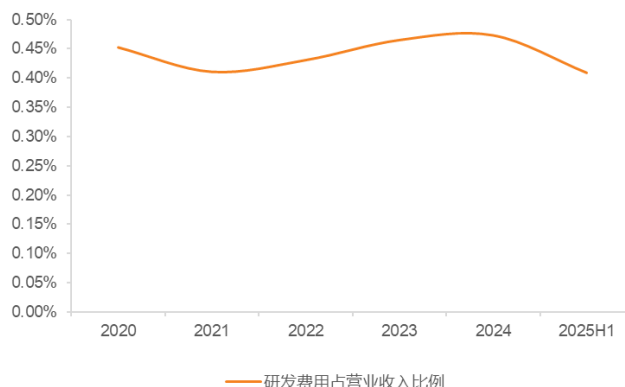
重视研发投入, 不断提升研发能力。公司持续提升研发能力, 围绕细分人群, 持续优化现有产品并开发创新产品, 自主创新多项燕麦加工技术, 与国内多所高校和研究机构合作, 推动公司产品研发创新, 为产品赋能。24年公司推动73个SKU新品上市的同时完成对22个SKU产品的改良升级, 进一步丰富产品矩阵, 持续提升公司产品的核心竞争力。公司研发费用持续提升, 25H1为470万, 同比+11%, 占营收比重为0.41%。

图 32: 西麦食品研发费用和增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 33: 西麦食品研发费用占营收比重



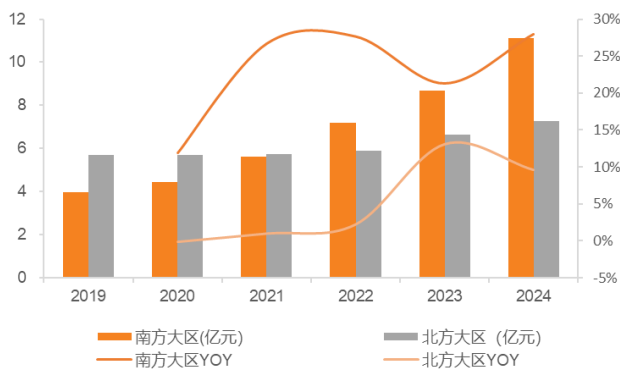
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 线上线下齐发力, 探索创新业务

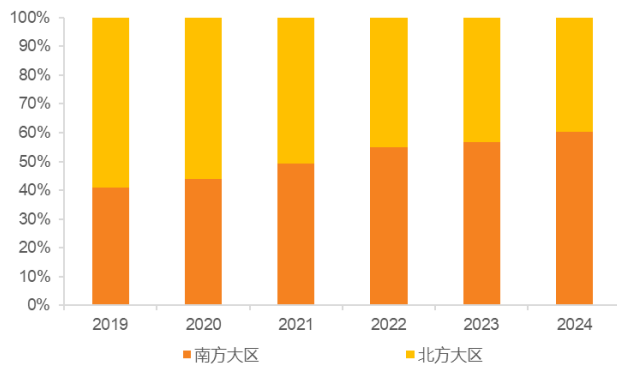
南方大区占比持续提升, 24年已超过60%。分区域看, 南方大区收入从19年3.96亿元增至24年11.13亿元, 5年CAGR为23%; 占比从19年41%提升至24年60%。北方大区收入从19年5.70亿元增至24年7.28亿元, 5年CAGR为5.05%, 占比从19年59%降至24年40%。

图 34: 西麦食品国内分区域收入情况

图 35: 南方大区占比持续提升, 24年已超过60%



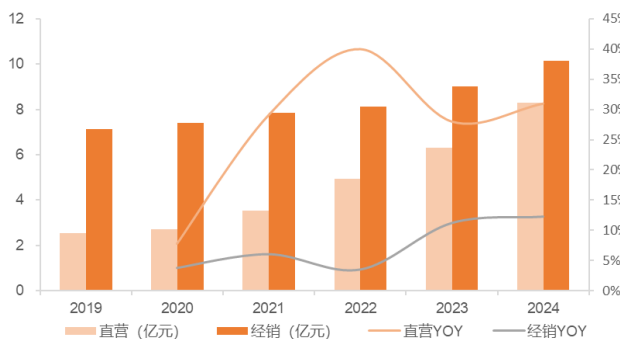
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

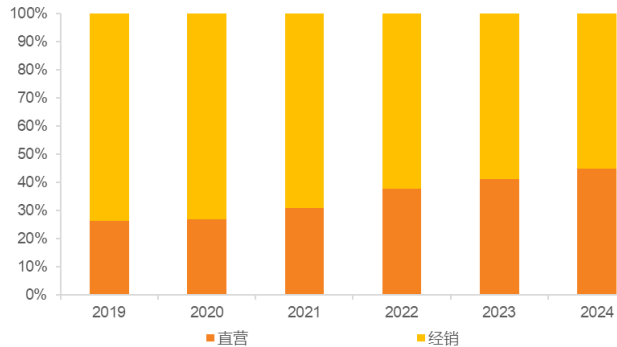
经销为主，直营占比快速提升。公司注重营销渠道的建设，采用直营和经销相结合的营销模式。面向全国市场形成了多层级、广覆盖、高效率的立体线下营销网络体系，将产品销往城市社区、广大乡镇和农村地区。**直营：**与大型连锁商超形成了紧密的合作关系，凭借与大型商超的合作，公司树立了良好的品牌形象和市场口碑。直营收入从 19 年 2.53 亿元增至 24 年 8.28 亿元，5 年 CAGR 为 26.75%；占比从 19 年 26%提升至 24 年 45%；近 3 年毛利率基本稳定，24 年毛利率为 35.42%。**经销：**建立了庞大高效的经销商网络，与区域内经销商建立了稳定的合作关系，产品进入了众多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。经销收入从 19 年 7.13 亿元增至 24 年 10.14 亿元，5 年 CAGR 为 7.31%，占比从 19 年 74%降至 24 年 55%；近 3 年毛利率基本稳定，24 年为 46.46%。

图 36：经销为主，直营收入快速增长



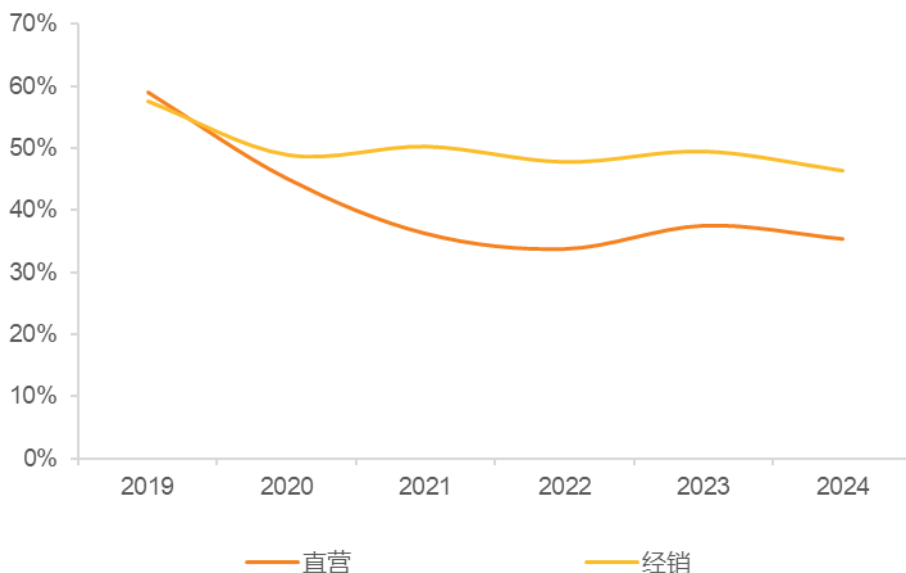
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：直营占比快速提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

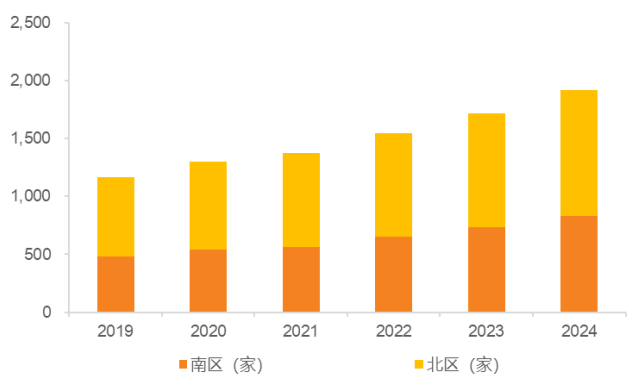
图 38：分渠道毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

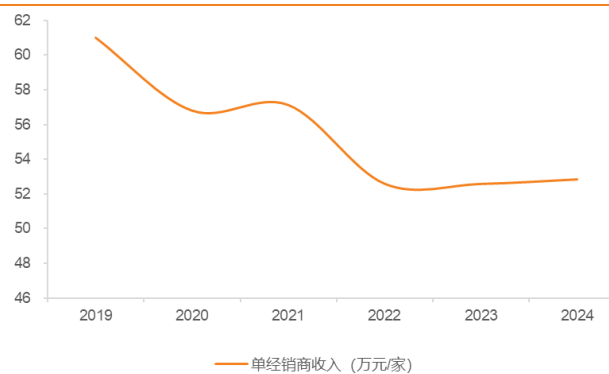
经销商数量持续增长，平均经销商收入有所下降。公司经销商数量不断提升，从 19 年 1168 家增至 24 年 1920 家，24 年南方大区 and 北方大区经销商数量分别为 828/1092 家。从经销商质量来看，平均经销商收入从 19 年 61.02 万元/家降至 24 年 52.82 万元/家。

图 39：24 年公司经销商数量增至 1920 家



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：平均经销商收入下降

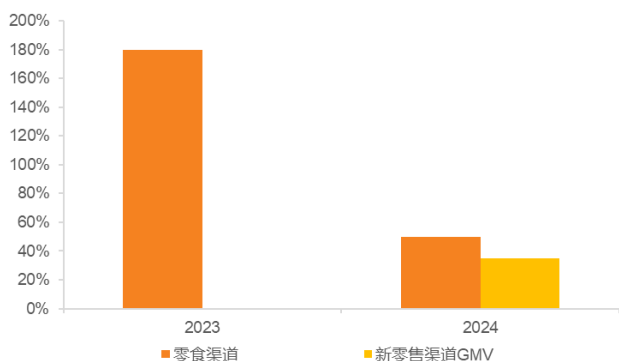


资料来源：公司公告，天风证券研究所

线下精耕细作，深化渠道布局。公司线下全渠道覆盖，根据不同渠道的特性精细化运营，抓住零食渠道发展的机遇，激活各渠道的销售潜力，实现业务高质量增长，进一步巩固线下渠道竞争优势。持续巩固提升 KA、AB 类超市优势，根据全国连锁店超市信息网数据显示，24 年在全国大型超市销售同比下滑的情况下，公司实现在该渠道逆势增长。重点发展并持续开发零食渠道，社区团购、社区便利、生鲜超市等新零售渠道，提升规模和市场占有率。面对量贩零食渠道崛起对零售市场带来的冲击，西麦推出小规格包装燕麦产品，并与大部分量贩零食系统建立战略合作关系，23/24 年量贩零食渠道增速为 180%/50%。**山姆渠道：**公司有一款燕麦粥进入了山姆会员店，销售情况良好。公司还在山姆新上一款

“Williams Town 冷泡燕麦”，有莓果芝士/生椰南瓜/芋泥牛乳味，售价味 700g/69.9 元，只需要冷泡即可食用。

图 41：量贩零食渠道快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

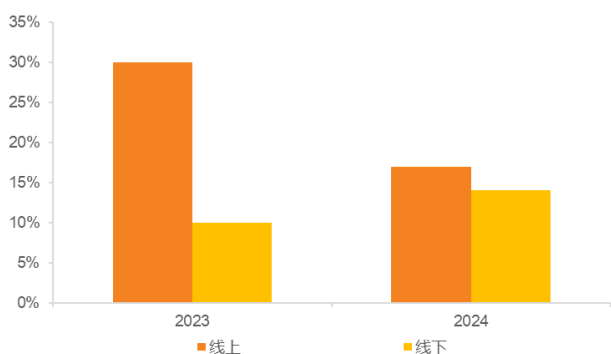
图 42：西麦推出山姆新品“WilliamsTown 冷泡燕麦”



资料来源：山姆微信小程序，天风证券研究所

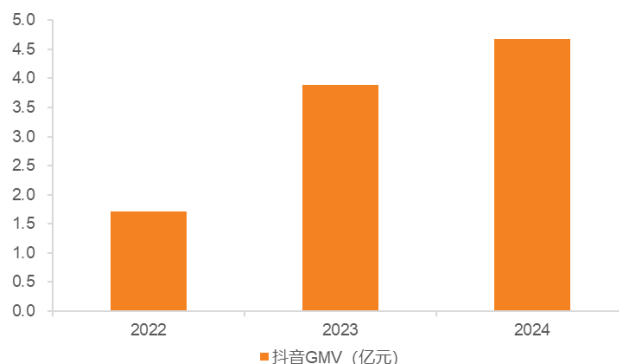
传统电商稳健增长，兴趣电商发力。电商业务已成为公司增长的重要引擎，公司加快线上发展步伐，立足传统电商，充分发挥产品力及品牌优势，探索电商运营新路径、新方法，加速发展社交电商，通过优化产品结构、提升用户体验以及加强营销创新等举措，构建电商业务发展的新竞争力，实现线上销售高速增长。23/24 年线上增速为 30%/17%；2024 年公司在各主流电商平台销售排名均为燕麦行业第一位；抖音平台的冲饮燕麦类目市占率第一，根据蝉妈妈数据抖音渠道 2022-2024 年平台 GMV 销售额实现了从 1.71 亿元到 3.89 亿元再到 4.68 亿元的三级跳。

图 43：线上实现快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：抖音 GMV 实现三级跳

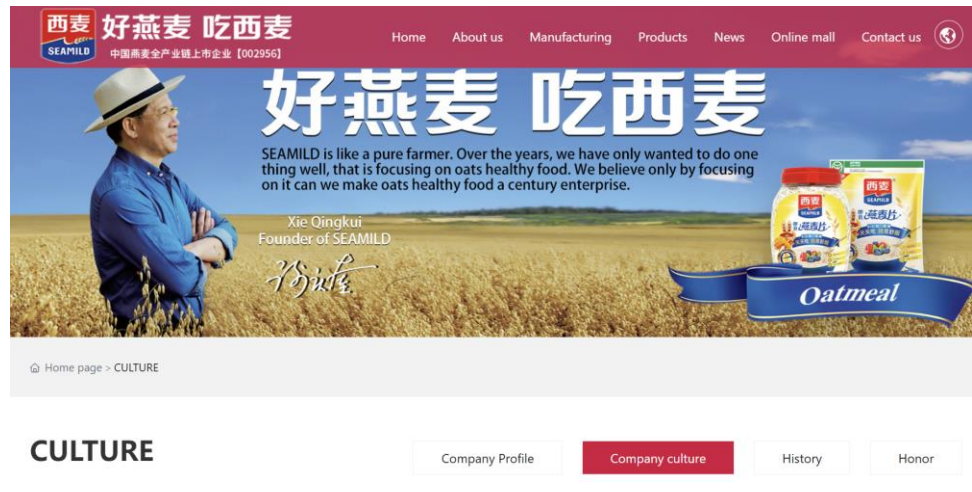


资料来源：公司公告，天风证券研究所

探索创新业务，拓展海外市场。在传统业务外，公司探索 B2B 业务及海外业务，积极拓展创新业务。公司树立了专业、可靠、创新的企业形象，通过专业化的定制研发，满足客户的个性化需求。公司根据“发展国际化业务”战略，持续开拓海外市场，通过自主开发、跨境及本地电商渠道，拓展销售渠道网络。为加快海外业务拓展，2024 年公司组建国际业务中心，设立了境外公司西麦国际澳洲有限公司，为后续工作的开展奠定基础。公司携两大全新国际品牌——国际西麦（SEAMILD）与威廉姆斯食阁（WILLIAMS’ PANTRY）产品参加了海外大型国际行业展会，提高品牌的海外曝光度，拓展海外客户。海外业务落地美国、新加坡、马来西亚、菲律宾、香港、荷兰、意大利、澳大利亚、阿联酋等十多个国家和

地区。目前，公司海外业务仍处于探索、培育阶段，未来，公司将继续拓展海外市场，增加海外销售渠道和销售规模。

图 45：西麦食品全球官网



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 收购德赛康谷，布局大健康板块

横向拓展燕麦谷物市场，战略并购成都德赛康谷。公司于 2024 年 3 月 28 与成都德赛康谷食品有限公司股东签订股权转让及增资协议，以 1500 万受让原股东部分股权以及 2100 万元增资方式获取 60% 股权，并于 2024 年 4 月 22 日办理工商登记，至此，德赛康谷（含其全资子公司芜湖德赛康谷食品有限公司）纳入公司合并范围。

图 46：西麦旗下德赛康谷食品有限公司展位



资料来源：西麦人公众号，天风证券研究所

酸奶谷物盖行业前列，收入稳健增长。德赛康谷主要产品是酸奶谷物盖，原料包括各类烘焙产品、膨化产品及燕麦谷物等。为各类乳制品企业提供谷物配方一站式服务，拥有极强的产品研发和客户服务能力。德赛康谷位居酸奶谷物盖行业前列，计划在未来三年，成为酸奶谷物领军企业。德赛康谷谷物盖产能全国第一，为实现三年行业第一的目标奠定产能基础；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，进一步促进公司的长远发展；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，丰富大健康产品线。2024 年德赛康谷实现营收 4315.59 万元，净利润 48.83 万元。25H1 德赛康谷实现营收 3000 万+，同比增长 10%，整体趋势向好，25 年二季度开始盈利。

图 47：德赛康谷谷物球展示



资料来源：西麦人公众号，天风证券研究所

图 48：德赛康谷酸奶谷物盖产品



资料来源：中国经济网，天风证券研究所

成立江苏西麦大健康科技有限公司，布局大健康赛道。24 年 3 月公司发布公告，拟在宿迁经济技术开发区设立全资子公司江苏西麦大健康食品有限公司投资“西麦大健康食品项目”。项目总投资 3.3 亿元，其中固定资产投资不低于 2 亿元。项目分二期投资建设，一期拟投资 1.52 亿元，其中固定资产投资 1.45 亿元，公司将以全资子公司江苏西麦食品有限公司的“江苏西麦燕麦食品创新工厂项目”作为一期投资进行投入，如有不足，公司将以自有资金投资。二期拟投资 1.78 亿元，其中固定资产投资 0.55 亿元。25 年 2 月公司发布公告，拟对江苏西麦进行分立，设立全资子公司江苏西麦大健康科技有限公司（暂定名），由其实施“西麦大健康食品项目”。25 年 7 月，“江苏西麦燕麦食品创新工厂项目”已完成主体建设及设备安装等工作。25 年 8 月，江苏西麦大健康科技有限公司成立，专注于大健康食品的研发、生产与销售。

图 49：江苏西麦二期竣工投产暨大健康科技有限公司成立庆典



资料来源：西麦人公众号，天风证券研究所

合资成立生物科技公司，构建“传统药食同源+现代生物发酵技术”双核驱动的创新生态。25年7月西麦食品与专注于微生物发酵技术的国家高新技术企业—阳生集团共同出资组建的“贺州西麦西一生物科技有限公司”正式宣告成立，由西麦食品持股51%。西麦西一旨在构建“传统药食同源+现代生物发酵技术”双核驱动的创新生态，致力于成为中国药食同源发酵健康产品的领导品牌。西麦西一公司在前期已推出红参肽饮、胶原蛋白肽饮产品。未来公司将充分融合公司的竞争优势和合作伙伴的尖端技术，研发更多的功能性健康食品，构建药食同源发酵健康产品矩阵。

图 50：贺州西麦西一生物科技有限公司开业庆典



资料来源：一阳生集团公众号，天风证券研究所

控体三件套顺利推出，大健康业务持续推进。公司控体三件套顺利推出，系列三款新品通过科学食疗，实现身材管理，包含“纤、饱、燃”三款产品，价格为：原价 399 元，折扣价 299 元。1、营养素饮品“纤”（益生元西梅燕麦发酵饮）：包装规格为净含量 350ml（50ml × 7），通过“控、清、扫、稳”，清理肠道实现一袋舒畅；每 100ml 含 225mg 植物发酵粉，2 种化浊稳肠双肽，西梅燕麦发酵液含量 ≥ 40%，含有 1500mg 三大益生元，食用方便（冷热两吃）。2、固体饮料“饱”（火麻仁爆爆燕麦纤维粉）：包装规格为净含量 35g（5g × 7），通过快速饱腹，加快代谢，“饱截燃补”实现健康减重；每 100g 含 60g 膳食纤维、800mg 左旋肉碱，火麻仁肽饱腹纤维占比 ≥ 65%，有 3 种原料肽矩阵，以温水冲调。3、营养素饮品“燃”（彩虹燃燃燕麦营养素饮）：包装规格为净含量 700g（100g × 7），通过饱腹抗饿实现轻盈燃脂；每 100g 添加 800mg S.GLPEP 燕麦蛋白肽粉，含 89 种发酵果蔬、9 种微量营养素及 2 大专利精准协同肽，燕麦麸皮发酵液含量 ≥ 22%；一袋仅 57kcal，直接饮用。我们认为相关产品推出表明公司在大健康领域再下一城，相关业务有望为公司带来业绩新增量。

图 51：西麦推出控体三件套产品



资料来源：微信小程序“西麦燕麦美食”，天风证券研究所

3.4. 全球布局燕麦产区，四大基地保证产能供给

全球布局燕麦产区，拥有四大生产研发基地。公司从燕麦的育种和种植开始介入，研发、生产、销售，全程参与从田间到餐桌的各个环节，确保产品的高品质始终如一。西麦全球布局燕麦产区，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。25年9月公司张北生产基地竣工投产，近两年贺州二期和江苏二期也陆续竣工投产，截至25H1拥有燕麦设计产能13.1万吨，产能充足能满足近期的销售需求。全国布局生产基地，拥有广西贺州、河北定兴及张北、江苏宿迁——南北东四大生产研发基地。公司拥有较强掌控力，具备长久的发展后劲。

表 5：西麦食品产能情况（截至 25 年中报）

生产主体	产品类型	设计产能	24 年实际产能	25H1 实际产能
河北西麦	燕麦食品（吨）	43000	29134	13566
贺州西麦	燕麦食品（吨）	45000	27917	13343
江苏西麦	燕麦食品（吨）	43000	33743	16021
合计		131000	90794	42930

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 分产品盈利预测

1) 纯燕麦片：

营业收入：公司纯燕麦稳健增长，25H1 增速达到 13%，我们预计 25 年仍将延续较快增速；且公司以“健康产业”为核心发展主线，继续拓展燕麦谷物生态圈，26-27 年增势有望延续。我们预计 25-27 年纯燕麦片业务营收分别为 7.98/8.94/10.01 亿元，增速为 13%/12%/12%。

毛利率：随着燕麦成本的下降，25 年毛利率有望显著提升；随着规模效应提升，以及公司在供应链一体化和持续降本，26-27 年毛利率有望缓慢提升；预计 25-27 年毛利率为 44.22%/44.62%/45.02%。

2) 复合燕麦片：

营业收入：复合燕麦片收入快速增长，25H1 增速达到 28%，我们认为 25 年有望延续较高增速；立足燕麦片市场建立的优势，横向顺势扩张进入更多的燕麦谷物领域，纵向强化全产业链的优势，构建燕麦谷物生态圈，26-27 年增势有望延续。因此我们预计 25-27 年营收为 10.89/13.51/16.61 亿元，增速为 28%/24%/23%。

毛利率：随着燕麦成本的下降，25 年毛利率有望显著提升；随着规模效应提升，以及公司在供应链一体化和持续降本，26-27 年毛利率有望缓慢提升；我们预计 25-27 年毛利率为 48.26%/48.66%/49.06%。

3) 冷食燕麦片：

营业收入：冷食燕麦片收入快速增长，25H1 增速达 27%，我们认为 25 年有望保持较高增速；通过产品渠道协同创新，精耕现有渠道并加强与经销商合作，26-27 年增势有望延续。因此我们预计 25-27 年营收为 1.89/2.31/2.77 亿元，增速为 27%/22%/20%。

毛利率：随着燕麦成本的下降，25 年毛利率有望显著提升；随着规模效应提升，以及公司在供应链一体化和持续降本，26-27 年毛利率有望缓慢提升；我们预计 25-27 年毛利率为 38.36%/38.76%/39.16%。

表 6：业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万）	1578.00	1896.13	2266.33	2684.07	3168.97
YOY	18.89%	20.16%	19.52%	18.43%	18.07%
总营业成本（百万）	875.03	1,112.39	1,281.09	1,501.08	1,753.58
YOY	15.88%	27.13%	15.17%	17.17%	16.82%
毛利率	44.55%	41.33%	43.47%	44.07%	44.66%
纯燕麦片					
营业收入（百万）	644.34	706.07	797.86	893.60	1000.84
YOY	4.00%	9.58%	13.00%	12.00%	12.00%
营业成本（百万）	353.31	409.41	445.08	494.92	550.30
YOY	2.63%	15.88%	8.71%	11.20%	11.19%
毛利率	45.17%	42.02%	44.22%	44.62%	45.02%
复合燕麦片					
营业收入（百万）	660.57	850.88	1089.12	1350.51	1661.13
YOY	33.76%	28.81%	28.00%	24.00%	23.00%
营业成本（百万）	335.82	453.02	563.52	693.37	846.20
YOY	25.30%	34.90%	24.39%	23.04%	22.04%
毛利率	49.16%	46.76%	48.26%	48.66%	49.06%
冷食燕麦片					
营业收入（百万）	119.91	148.78	188.95	230.51	276.62
YOY	21.99%	24.08%	27.00%	22.00%	20.00%
营业成本（百万）	63.01	93.93	116.46	141.16	168.29
YOY	16.06%	49.09%	23.98%	21.21%	19.22%
毛利率	47.45%	36.86%	38.36%	38.76%	39.16%
其他					
营业收入（百万）	153.19	190.40	190.40	209.44	230.39
YOY	32.58%	24.29%	0.00%	10.00%	10.00%
营业成本（百万）	122.90	156.03	156.03	171.63	188.79
YOY	38.77%	26.96%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.77%	18.05%	18.05%	18.05%	18.05%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

公司核心燕麦主业保持稳定；大健康板块持续落子（药食同源粉/减肥控体三件套等），后续有望带动收入稳健高增。利润方面，随着规模效应提升+供应链多元化+持续降本，利润弹性望释放。预计 25-27 年营收为 22.7/26.8/31.7 亿元，同增 20%/18%/18%；归母净利润为 1.8/2.4/3.0 亿元，同增 36%/33%/22%，对应 EPS 分别为 0.81/1.08/1.32 元/股。我们采取相对估值法，选取立高食品、广州酒家、元祖股份作为可比公司。通过计算 3 家公司 24-27 年净利润 CAGR 以及平均 PEG，得出 2026 年可比公司平均 PEG 为 1.73，我们给予西麦食品 2026 年可比公司平均 PEG 的 58% 即 1.00，预计公司 2025-2027 年归母净利润 CAGR 为 30%，对应目标价 32.85 元，目标市值 73.35 亿元，仍有约 20% 的上行空间，首次覆盖，给

予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表（截至时间 2026 年 2 月 6 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			PEG			
			2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	CAGR	2025E	2026E	2027E
300973.SZ	立高食品	75.00	2.68	3.36	4.05	4.72	22.35	18.51	15.88	20.79%	1.08	0.89	0.76
603043.SH	广州酒家	105.79	4.94	5.15	5.64	6.14	20.53	18.75	17.23	7.52%	2.73	2.49	2.29
603886.SH	元祖股份	33.17	2.49	2.31	2.70	3.03	14.37	12.28	10.94	6.83%	2.10	1.80	1.60
行业均值											1.73		
002956.SZ	西麦食品	60.86	1.33	1.81	2.41	2.95	33.53	25.23	20.63	30.35%	1.10	0.83	0.68

资料来源：Wind，天风证券研究所（可比公司 25-27 年归母净利润使用 wind 一致预期，西麦食品使用天风预测值）

5. 风险提示

1、原材料供应风险

公司生产用燕麦粒主要来自于澳大利亚进口。如果因国外供应商管理不善等原因导致预定的燕麦粒不能按时运输报关入库；或供应商所供应的燕麦粒出现重大质量问题且公司不能及时找到合适的替代供应商；或因天气等原因导致澳大利亚的燕麦粒产量大幅减产，从而造成燕麦粒供应不足或采购单价大幅上升；或因中澳双边贸易政策发生重大改变；或因全球性重大公共卫生事件或地缘政治事件爆发导致粮食供应短缺或跨境物流运输不畅，使得公司不能按照预定计划采购到生产经营所需进口燕麦粒等原因，均会对公司生产经营造成重大不利影响。

2、食品安全风险

公司主要从事燕麦产品的研发、生产和销售，属于食品制造业。随着我国政府和消费者对食品安全的日趋重视，我国食品安全监管力度不断加强，社交媒体舆论对食品安全事件的监督和报道不断深入，因此一旦公司因质量控制出现疏漏或瑕疵而发生产品质量问题，将有可能产生食品安全风险甚至导致食品安全事故，将会对公司产生不利影响。

3、市场竞争风险

公司目前经营状况良好，稳健经营，各项业务有序推进。公司毛利率较高，所处行业稳步发展，市场空间广阔，可能会吸引国内外食品企业进入燕麦食品行业，甚至其他行业的企业跨界进入此行业，加剧市场竞争，导致产品价格下跌，利润率下降，给公司的盈利能力带来不利影响。

4、新品推广不及预期

为培育新的盈利增长点，近年来公司不断进行新产品的研发及推广，上市了创新产品、休闲食品等新产品，进一步拓宽了消费群体，丰富了公司现有的产品线。尽管公司每次正式推出新产品前，均经过全面的市场研究、内部分析及区域实验，但无法保证即将推出的新产品能获得市场和消费者充分认可。此外，新产品线的开发及培育需要投入大量研发费用、时间投入以及营销推广开支，公司推出的新产品的收益存在一定的不确定性。

5、渠道扩张不及预期

前文部分假设基于公司各个渠道发展良好为前提，尽管近几年公司线上线下各个渠道收入增长均良性，但无法保证市场扩张能够每年均保持顺利态势，因此公司扩张渠道具备一定的不确定性。

6、收购/新设公司行为风险

公司 24 年收购成都德赛康谷，25 年新设贺州西麦西一生物科技有限公司、江苏西麦大健康科技有限公司等，收购以及新设的公司业务以及业绩均有不确定性，或对公司业绩造成一定程度的影响。

7、股价波动风险

近一年（25 年 1 月 2 日-25 年 12 月 31 日）公司股价涨幅较大，股价涨幅过快可能导致回调风险，且股价也受市场情绪等非基本面因素影响，一旦公司业绩表现转弱或者有其他利空因素，则公司股价存在回调风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	526.23	268.62	408.21	348.93	411.97	营业收入	1,578.00	1,896.13	2,266.33	2,684.07	3,168.97
应收票据及应收账款	69.62	110.32	121.84	139.79	171.64	营业成本	875.03	1,112.39	1,281.09	1,501.08	1,753.58
预付账款	57.17	62.19	67.05	87.34	94.47	营业税金及附加	13.84	16.96	20.27	24.01	28.35
存货	246.38	280.51	296.94	394.48	415.10	销售费用	496.72	529.76	634.57	740.80	874.64
其他	508.12	516.31	498.20	511.14	532.84	管理费用	93.05	115.39	138.25	161.04	190.14
流动资产合计	1,407.53	1,237.95	1,392.23	1,481.67	1,626.01	研发费用	7.33	8.96	10.20	12.08	14.26
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(12.07)	(7.31)	(5.82)	(6.20)	(5.42)
固定资产	367.73	513.81	468.13	422.44	376.76	资产/信用减值损失	(1.83)	(0.77)	(1.16)	(1.25)	(1.06)
在建工程	105.82	133.77	133.77	133.77	133.77	公允价值变动收益	11.28	6.48	5.75	10.00	10.00
无形资产	41.94	40.42	228.52	406.62	574.72	投资净收益	3.64	6.34	3.33	4.43	4.70
其他	87.14	265.30	136.72	166.50	184.34	其他	18.84	25.43	19.40	21.22	22.02
非流动资产合计	602.63	953.30	967.14	1,129.33	1,269.58	营业利润	136.03	157.46	215.09	285.67	349.09
资产总计	2,010.15	2,191.25	2,359.37	2,611.00	2,895.60	营业外收入	0.21	1.77	0.89	0.96	1.20
短期借款	75.00	129.32	100.00	213.16	256.40	营业外支出	1.15	1.81	1.40	1.45	1.55
应付票据及应付账款	267.13	319.04	396.60	434.68	523.57	利润总额	135.09	157.42	214.57	285.17	348.74
其他	198.12	187.14	235.58	248.56	296.92	所得税	19.64	24.28	33.10	43.99	53.79
流动负债合计	540.26	635.50	732.18	896.39	1,076.89	净利润	115.45	133.14	181.48	241.18	294.94
长期借款	0.00	5.50	10.00	10.00	10.00	少数股东损益	0.00	(0.05)	(0.02)	(0.04)	(0.06)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	115.45	133.19	181.50	241.22	295.00
其他	11.15	18.26	13.90	14.44	15.53	每股收益(元)	0.52	0.60	0.81	1.08	1.32
非流动负债合计	11.15	23.76	23.90	24.44	25.53						
负债合计	551.40	659.26	756.08	920.83	1,102.42	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	17.41	17.40	17.39	17.37	成长能力					
股本	223.28	223.25	223.25	223.25	223.25	营业收入	18.89%	20.16%	19.52%	18.43%	18.07%
资本公积	682.48	674.65	674.65	674.65	674.65	营业利润	10.24%	15.75%	36.60%	32.81%	22.20%
留存收益	582.59	647.07	716.85	804.49	907.53	归属于母公司净利润	6.13%	15.36%	36.27%	32.91%	22.30%
其他	(29.59)	(30.38)	(28.86)	(29.61)	(29.62)	获利能力					
股东权益合计	1,458.75	1,532.00	1,603.29	1,690.17	1,793.18	毛利率	44.55%	41.33%	43.47%	44.07%	44.66%
负债和股东权益总计	2,010.15	2,191.25	2,359.37	2,611.00	2,895.60	净利率	7.32%	7.02%	8.01%	8.99%	9.31%
						ROE	7.91%	8.79%	11.44%	14.42%	16.61%
						ROIC	29.97%	29.47%	26.36%	32.68%	31.18%
						偿债能力					
						资产负债率	27.43%	30.09%	32.05%	35.27%	38.07%
						净负债率	-30.93%	-8.61%	-18.55%	-7.39%	-8.05%
						流动比率	2.61	1.95	1.90	1.65	1.51
						速动比率	2.15	1.51	1.50	1.21	1.12
						营运能力					
						应收账款周转率	21.04	21.07	19.52	20.52	20.35
						存货周转率	7.88	7.20	7.85	7.76	7.83
						总资产周转率	0.80	0.90	1.00	1.08	1.15
						每股指标(元)					
						每股收益	0.52	0.60	0.81	1.08	1.32
						每股经营现金流	0.54	0.76	2.04	0.90	1.89
						每股净资产	6.53	6.78	7.10	7.49	7.95
						估值比率					
						市盈率	52.72	45.69	33.53	25.23	20.63
						市净率	4.17	4.02	3.84	3.64	3.43
						EV/EBITDA	14.58	16.39	20.99	16.33	13.23
						EV/EBIT	18.90	21.41	27.31	20.58	16.41

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	115.45	133.14	181.50	241.22	295.00
折旧摊销	35.15	42.60	57.59	67.59	77.59
财务费用	(0.32)	0.55	(5.82)	(6.20)	(5.42)
投资损失	(3.64)	(6.34)	(3.33)	(4.43)	(4.70)
营运资金变动	(52.34)	(191.41)	219.22	(106.34)	49.50
其它	25.58	191.45	5.73	9.96	9.94
经营活动现金流	119.88	169.99	454.89	201.79	421.91
资本支出	111.84	222.79	204.36	199.47	198.90
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(13.83)	(599.09)	(389.36)	(425.74)	(414.79)
投资活动现金流	98.01	(376.30)	(185.01)	(226.27)	(215.88)
债权融资	(41.20)	68.92	(20.11)	119.51	48.95
股权融资	(73.56)	(101.88)	(110.18)	(154.30)	(191.93)
其他	(14.49)	(4.32)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(129.25)	(37.28)	(130.30)	(34.79)	(142.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	88.65	(243.58)	139.59	(59.28)	63.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com