



公司评级 增持（首次）

报告日期 2026年05月21日

基础数据

05月20日收盘价（元）	21.32
总市值（亿元）	66.63
总股本（亿股）	3.13

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

西麦食品(002956.SZ)

燕麦龙头优势领先，大健康助力新成长

投资要点：

- **燕麦龙头地位稳固，大健康战略开启成长新阶段。**公司稳踞三十年行业龙头，深耕燕麦全产业链，2024年提出“再造一个新西麦”的战略目标，积极布局燕麦谷物、大健康两大业务。家族控股，治理稳固，经验丰富，并建立长期激励机制，2025年推出员工持股计划，要求以2024年为基准，2025-2027年营业收入复合增长率不低于15%。
- **燕麦行业市场空间广阔，竞争格局优化。**燕麦在控糖、控脂、补纤维、强功能等方面优势突出，天然契合健康化、功能化饮食趋势。近年来我国燕麦行业在消费升级、渠道变革与头部品牌引领下逐步成长，2025年市场规模约104亿元，结构上仍以热食燕麦为主，未来随着银发经济扩容、年轻群体健康消费意识持续提升，对比海外仍有较大增长潜力。竞争格局来看，我国燕麦行业集中度已处于稳步抬升阶段，CR3从2020年的40.3%提升至2025年的56.1%，相较于海外市场仍有提升空间。西麦在2021年反超桂格跃居龙一，通过产品创新、渠道深耕持续扩大领先优势，2025年市占率超过30%。
- **全链路能力领先，竞争壁垒持续强化。**产品端，公司纵横并举，一方面以燕麦为核心持续拓展产品矩阵，巩固传统热冲调纯燕麦市场领先地位，把握中式养生需求，并积极布局冷食赛道；另一方面，通过外延并购与战略合作实现横向拓展，布局酸奶谷物盖、燕麦奶等新兴赛道，2022年起重视大健康业务，积极打造第二曲线。渠道端，传统渠道精耕细作，挖掘下沉市场潜力；同时把握行业渠道变化趋势，重点布局电商渠道，持续提升投放效率，兴趣电商表现突出，并发力拓展零零售、会员制商超等新兴赛道。供应链端，公司在燕麦产业链上持续深化纵向一体化布局，构建了长期稳定、可控的原料供应体系，系统性优势日益凸显。品牌端，持续加大品牌建设与广宣投入，线上线下协同发力，品牌影响力稳步抬升，势能持续释放。
- **盈利预测与估值：**公司基本盘稳扎稳打，积极培育第二曲线，具备成长属性；利润端随着成本红利显现、费效比改善，业绩弹性有望持续释放。预计2026-2028年公司实现营业收入26.97/31.79/36.93亿元，同比+20.4%/+17.8%/16.2%，归母净利润2.67/3.32/3.99亿元，同比+55.7%/+24.1%/+20.2%，EPS为0.86/1.06/1.28元，对应2026年5月20日收盘价，PE为24.9/20.1/16.7X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧，原材料成本波动风险，新品推广不及预期，食品安全风险

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2240	2697	3179	3693
同比增长	18.1%	20.4%	17.8%	16.2%
归母净利润（百万元）	172	267	332	399
同比增长	28.9%	55.7%	24.1%	20.2%
毛利率	42.0%	42.2%	42.7%	43.1%
ROE	10.7%	15.0%	17.7%	20.0%
每股收益（元）	0.55	0.86	1.06	1.28
市盈率	38.8	24.9	20.1	16.7

数据来源：营业总收入、归母净利润、毛利率来自携宁，ROE来自同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

目录

一、 燕麦龙头地位稳固，大健康战略开启成长新阶段.....	4
（一） 三十年深耕成就“中国燕麦第一股”	4
（二） 家族控股，治理稳固	4
（三） 复合燕麦驱动增长，直营表现亮眼	6
（四） 收入增长提速，25 年进入盈利修复通道.....	8
二、 燕麦行业市场空间广阔，竞争格局优化	11
（一） 百亿市场，成长潜力足	11
（二） 原料依赖型行业，进口比例高	14
（三） 竞争格局清晰，西麦领先优势扩大	14
三、 全链路能力领先，竞争壁垒持续强化	16
（一） 纵横并举，开辟大健康新增长极.....	16
（二） 深化渠道布局，新兴渠道持续突破	19
（三） 全产业链布局，供应链优势明显.....	21
（四） 重视品牌建设，势能持续释放	21
四、 盈利预测与估值	22
五、 风险提示	23

图目录

图 1、 西麦食品发展历程	4
图 2、 西麦食品股权结构	5
图 3、 公司业务结构拆分	7
图 4、 公司分产品营收增速.....	7
图 5、 公司各渠道营收情况（亿元，%）	7
图 6、 公司各渠道营收占比.....	7
图 7、 公司各地区营收情况（亿元，%）	8
图 8、 公司各地区营收占比.....	8
图 9、 公司营收与增速（百万元，%）	9
图 10、 公司归母净利润与增速（百万元，%）	9
图 11、 公司整体毛利率	9
图 12、 公司分产品毛利率	9
图 13、 公司分渠道毛利率	10
图 14、 公司成本结构拆分	10
图 15、 中国进口澳洲燕麦价格走势（美元/吨）	10
图 16、 中国进口澳洲燕麦年均价变化	10
图 17、 公司费用率情况	11
图 18、 公司净利率情况	11
图 19、 2025 年全球燕麦消费市场区域格局	12
图 20、 2019-2025 年全球各区域燕麦市场规模 CAGR.....	12
图 21、 中国燕麦行业规模	13
图 22、 2019-2025 年全球各区域燕麦市场规模量价贡献拆分	13
图 23、 2025 年全球各区域燕麦品类结构对比	13
图 24、 2025 年全球各区域燕麦人均消费量对比（KG/人）	13
图 25、 中国人口老龄化趋势明显	

图 26、	各机构预测中性情形老龄化率	14
图 27、	中国燕麦产量（千吨）	14
图 28、	中国燕麦进口量（千吨）	14
图 29、	2025 年中国燕麦行业竞争格局	15
图 30、	2025 年全球各区域燕麦行业 CR3 对比	15
图 31、	公司分地区经销商数量（家）	20
图 32、	公司单体经销商规模变化（万元/家）	20
图 33、	燕麦行业整体的渠道变化	20
图 34、	公司线上渠道销售变化（亿元）	20
图 35、	公司近年来销售费用率	22
图 36、	公司宣传推广费金额及占销售费用比重	22

表目录

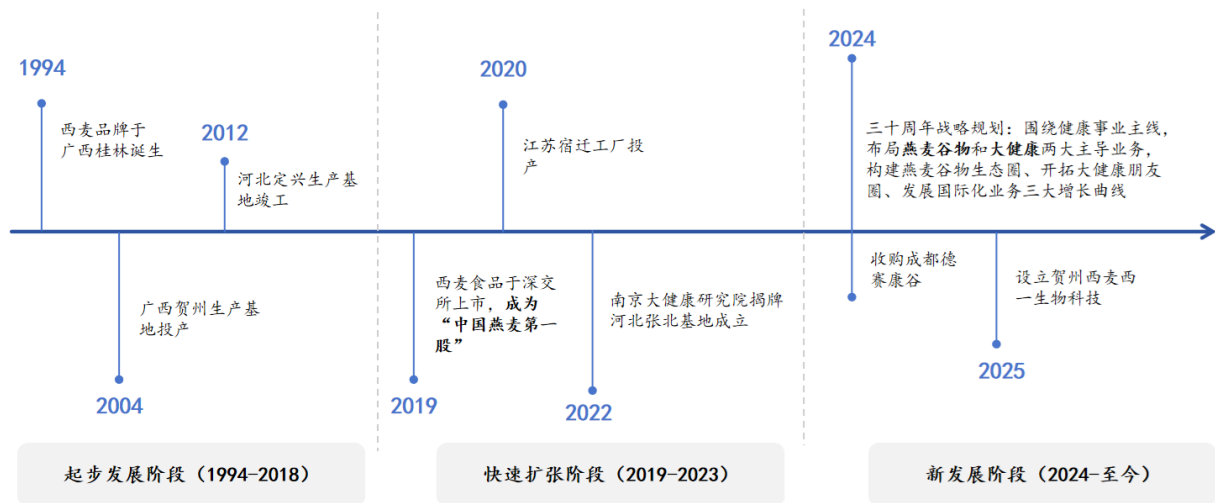
表 1、	西麦食品管理层	5
表 2、	2025 年发布股权激励计划	6
表 3、	西麦食品主要产品结构	6
表 4、	燕麦成本变动对于公司毛利率影响的敏感性测算	10
表 5、	β -葡聚糖在各国获得批准的健康声称汇总表	11
表 6、	燕麦行业主流公司对比	16
表 7、	公司历年新品推出情况	17
表 8、	西麦×纯澳的燕麦奶矩阵	18
表 9、	西麦大健康产品矩阵	19
表 10、	公司生产基地情况（截至 2025 年）	21
表 11、	可比公司情况	23

一、燕麦龙头地位稳固，大健康战略开启成长新阶段

（一）三十年深耕成就“中国燕麦第一股”

稳踞三十年行业龙头，深耕燕麦全产业链。公司由创始人谢庆奎于 1994 年在广西桂林创立，次年推出“西麦阳光早餐”，成为国内市场推广燕麦健康食品的先行者。经过近三十年发展，公司已构建起从燕麦育种、种植到研发、生产、销售的全产业链体系，并在国内建立了四大生产基地。2019 年，公司在深圳证券交易所成功上市，成为“中国燕麦第一股”。凭借深厚的产业根基，公司的市场领先地位持续巩固，其在麦片行业的市占率从 2021 年的 14.81% 显著提升至 2024 年的约 26%，始终保持着市场第一的位置。2024 年，在公司成立三十周年之际，管理层明确提出“再造一个新西麦”的战略目标，积极布局“燕麦谷物、大健康”两大业务，构建打造燕麦谷物生态圈、开拓大健康朋友圈、发展国际化业务三大增长曲线。公司通过战略收购成都德赛康谷切入酸奶谷物盖赛道、设立贺州西麦西一生物科技有限公司专注大健康产品开发，以及与行业伙伴战略合作等方式，正式向功能营养食品、特医特膳等大健康领域拓展。

图1、西麦食品发展历程

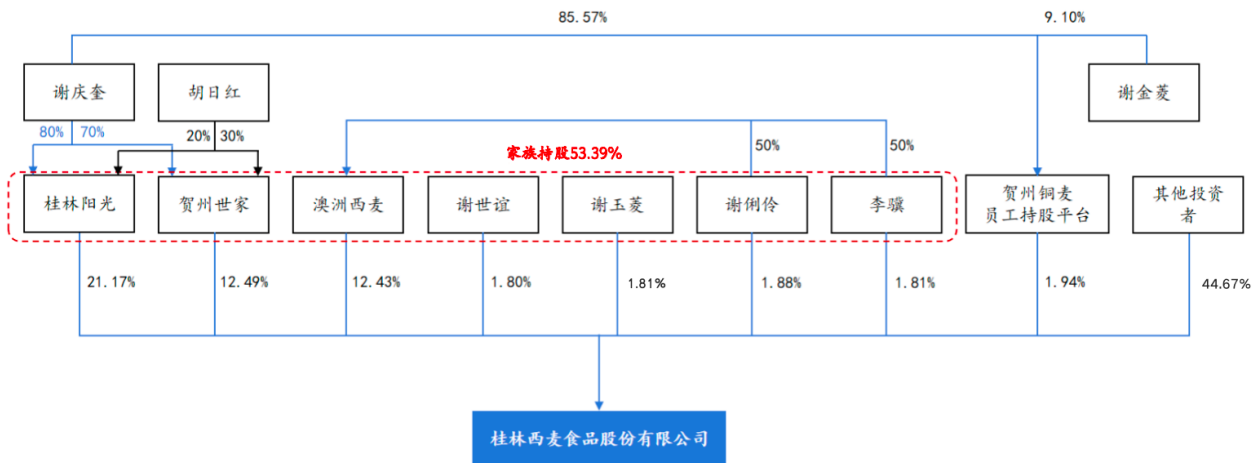


数据来源：wind，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）家族控股，治理稳固

典型的家族控制企业，股权结构集中且稳定。公司的实际控制权集中于以创始人兼董事长谢庆奎为核心的家族成员（包括胡日红、谢俐伶、谢金菱/李骥、谢玉菱、谢世谊）手中，他们通过直接与间接持股合计持有超 50% 的股权，治理结构稳固。

图2、西麦食品股权结构



数据来源：wind，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
注：截至 2026 年 3 月 31 日

管理层团队稳定且经验丰富。创始人谢庆奎任董事长，其女谢金菱为董事、董事会秘书，核心管理层多自 2017 年前后加入公司，长期深耕行业，为公司战略落地和经营稳健性提供保障。公司注重内部培养，2025 年 8 月孙红艳晋升为总经理，其自 2003 年加入后从业务员逐步成长为销售总监、副总经理，深耕近二十年，是公司业绩持续增长的核心人物。

表1、西麦食品管理层

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	总经理，董事	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	副总经理，董事会秘书，董事	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。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

为建立长期激励机制，公司相继推出多轮激励计划。公司曾于 2021 年推出股权激励，以 13.08 元/股授予 49 名核心人员 146 万份股份。2025 年 2 月，公司进一步推出员工持股计划，规模约 220.26 万股（占总股本 0.99%），授予最低价格为 9.89 元/股，参与对象扩展至不超过 62 人的关键岗位人员，考核要求以 2024 年营业收入为基准，2025/2026/2027 年营业收入增长率不低于 15%/32.25%/52.09%，旨在全面提升员工积极性与凝聚力，推动公司持续稳健发展。

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	面向公司任职的董事（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）
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%

数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）复合燕麦驱动增长，直营表现亮眼

公司构建了覆盖多元消费场景的产品矩阵，核心业务包括需热食冲调的**纯燕麦系列**（含纯燕、有机、燕麦麸皮等基础品类）与**复合燕麦系列**（如牛奶燕麦、中老年燕麦、燕麦+、谷物粉，注重口味与营养结合），以及主打便捷即食的**休闲系列**（包括全麦脆、麦脆果萃等产品）。此外，公司正积极向大健康产品线拓展，持续丰富其健康食品版图。

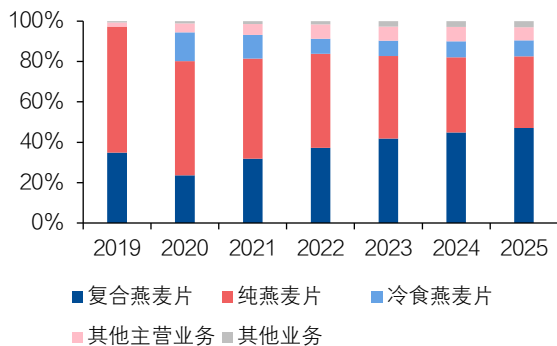
表3、西麦食品主要产品结构

产品系列	产品图示		
纯燕麦系列	 即食燕麦片	 有机燕麦片	 高纤燕麦麸皮
复合系列	 牛奶燕麦片	 中老年燕麦片	 燕麦+
休闲系列	 全麦脆	 麦脆果萃	 冷食燕麦脆
创新系列	 药食同源粉	 冲调粥	 燕麦窝

数据来源：wind，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

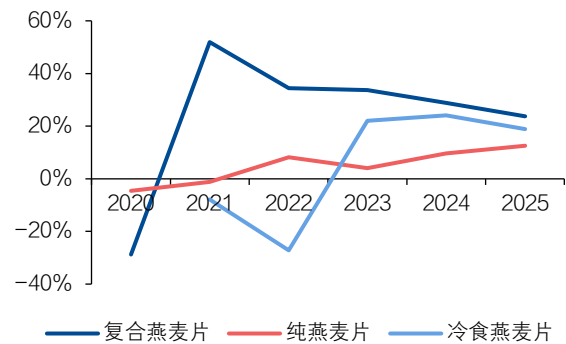
纯燕麦稳固基本盘，复合燕麦驱动增长。纯燕麦片作为公司传统基石业务 2022 年以来保持稳健增长，营收占比从 2019 年的 62.43% 降至 2025 年的 35.49%。复合燕麦片则凭借燕麦+、牛奶燕麦等新品快速放量，同期占比从 34.88% 提升至 47.02%，成为公司最重要的增长引擎。公司自 2018 年以来持续加码复合燕麦新品研发，随着河北、江苏等生产基地产能投产，供给能力同步增强，2025 年复合燕麦片收入 10.53 亿元，19-25 年收入 CAGR 超 20%；2025 年公司推出的“日式芦笋滑蛋豚骨风味燕麦粥”等创新产品成功进入山姆会员店，加之抖音、零食量贩等新兴渠道驱动，增长势能延续。冷食燕麦片作为补齐场景的品类，自 2022 年后占比稳定在 7% 以上，市场接受度逐步提升。

图3、公司业务结构拆分



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

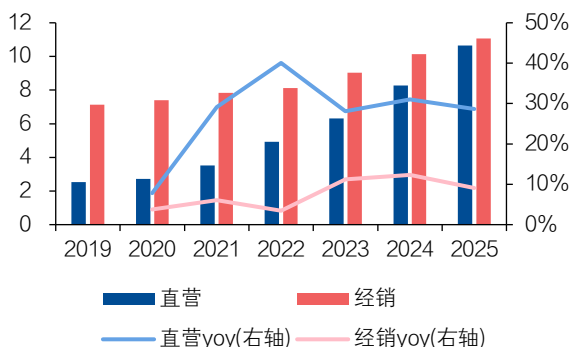
图4、公司分产品营收增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

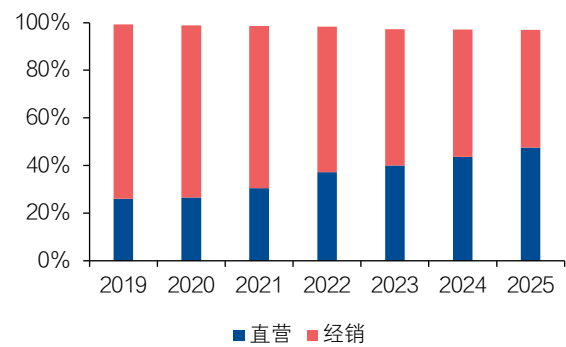
经销稳固基本盘，直营引领增长。公司建立了庞大高效的经销商网络，与区域内经销商建立了稳定的合作关系，产品进入了众多地区性中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等渠道。2025 年公司经销渠道收入 11.06 亿元，营收占比 49.39%，19-25 年收入 CAGR 约 8%。同时，直营渠道已成为增长主引擎，公司与大型连锁商超形成了紧密的合作关系，较早战略布局电商赛道、突破兴趣电商，并抢先发力零食量贩、会员店等新兴线下直营渠道，2025 年直营渠道收入 10.65 亿元，19-25 年收入 CAGR 约 27%，营收占比从 26.01% 大幅提升至 47.54%。

图5、公司各渠道营收情况 (亿元, %)



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

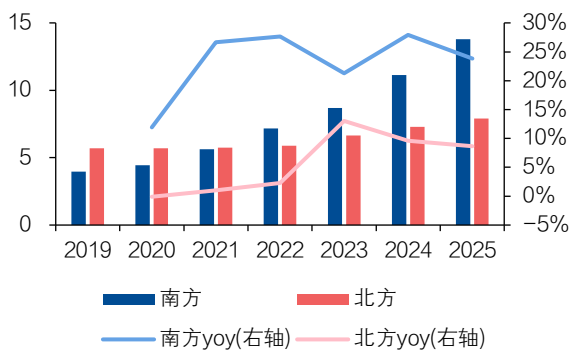
图6、公司各渠道营收占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

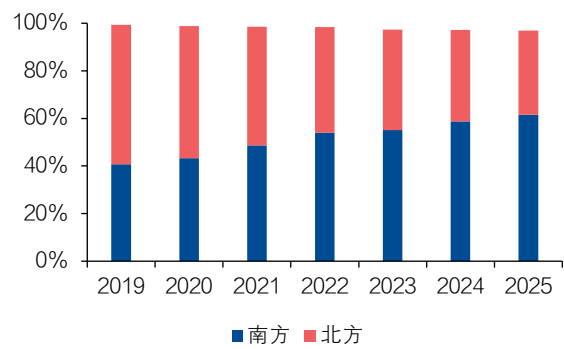
北方区域稳定发展，南方市场潜力释放。公司早期重点开拓北方市场，在山东、河南等地有一定的渠道积淀，渗透率较高，近年来北方区域收入稳健增长，2025年收入7.92亿元，营收占比为35.35%，19-25年收入CAGR约6%。南方大区则作为后发优势区域，近年来增势显著，于2022年超越北方区域成为公司增长的主引擎。公司实施华东专项、湖北专项等策略，加大对山东、广西等市场的资源投入，2025年南方区域收入13.79亿元，营收占比为61.58%，19-25年收入CAGR约23%。

图7、公司各地区营收情况（亿元，%）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司各地区营收占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）收入增长提速，25年进入盈利修复通道

收入保持稳健增长、近年来加速，利润端于2025年开启修复通道。收入端来看，得益于燕麦市场扩容、公司渠道精耕与产品创新，营业收入从2018年的8.51亿元增长至2025年的22.40亿元，年复合增长率约14.83%，2020年受疫情影响收入增速阶段性放缓，2021年起提速增长。利润端来看，公司的盈利能力受原材料成本波动、渠道结构变化影响，2018-2024年利润年复合增长基本跑平，弱于收入增长；2025年随着澳麦采购成本步入下行通道、高毛利的复合燕麦占比提升及内部管理优化，公司盈利能力已进入明确的回升通道，2026Q1归母净利润同比增长86%。

图9、公司营收与增速（百万元，%）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

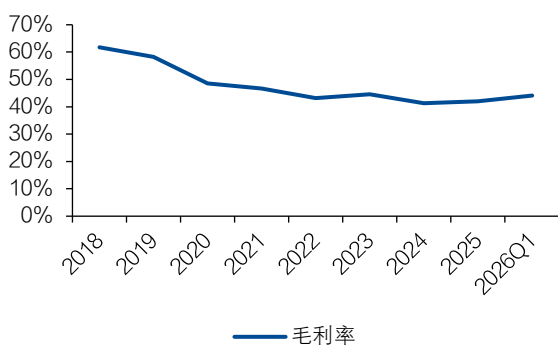
图10、公司归母净利润与增速（百万元，%）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

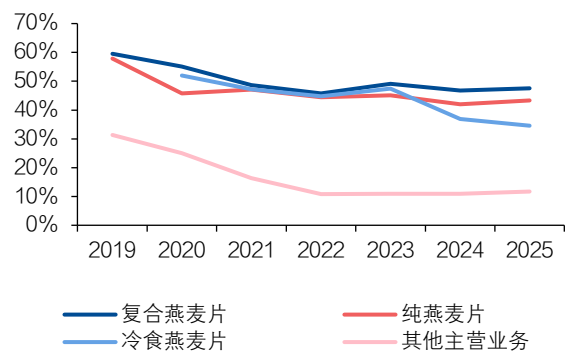
毛利率企稳回升，高毛利品类成核心支撑。整体来看，公司毛利率从2018年的高点61.73%波动下行至2024年的41.33%，主要系：1) 运输费用调整至营业成本致使口径变化；2) 核心原料进口燕麦价格大幅上涨，公司进口原料占比超90%，2020年起进口澳洲燕麦价格持续上涨，显著挤压盈利空间；2025年随着原料成本压力缓解及产品结构优化，盈利能力迎来拐点，毛利率已回升至41.95%，2026Q1毛利率进一步上行至44.08%；3) 渠道结构变化，增速更快的直营渠道毛利率偏低，2025年直营、经销渠道毛利率分别为38.96%、46.06%。分产品来看，增速更快的复合燕麦片毛利率高于基础品类，2025年为47.59%，基础盘纯燕麦片2025年毛利率为43.37%，产品结构不断优化对公司毛利率有正向贡献。

图11、公司整体毛利率



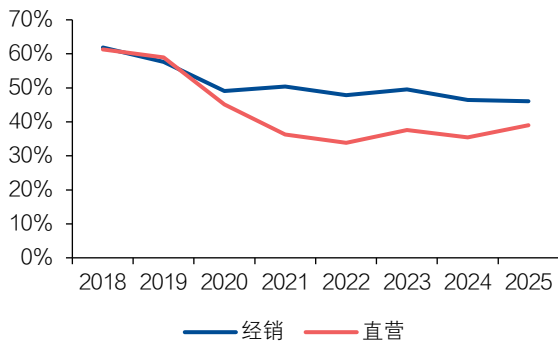
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2020年执行新收入准则，运输费计入营业成本

图12、公司分产品毛利率



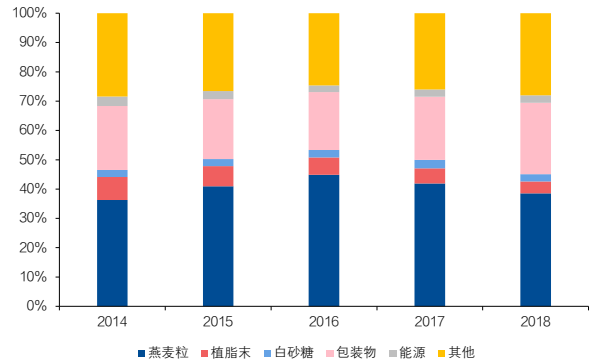
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、公司分渠道毛利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司成本结构拆分



数据来源：wind，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

成本端，燕麦作为核心原料是影响盈利的关键变量。2014-2018年原材料在主营业务成本中的占比近50%，其中燕麦粒的成本占比约四成。2025年以来澳洲进口燕麦成本步入下行通道，对其波动进行敏感性测试，假设燕麦价格下降5%，毛利率有望同比提升1.2pct。

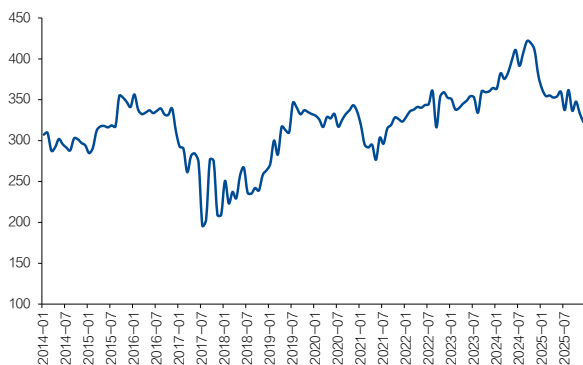
表4、燕麦成本变动对于公司毛利率影响的敏感性测算

燕麦粒平均单价变动	-2.5%	-5.0%	-7.5%	-10.0%	-12.5%	-15.0%
营业成本变动	-1.01%	-2.03%	-3.04%	-4.05%	-5.06%	-6.08%
新毛利率	42.54%	43.13%	43.72%	44.30%	44.89%	45.48%
较25年毛利率变动	0.59pct	1.18pct	1.76pct	2.35pct	2.94pct	3.53pct

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

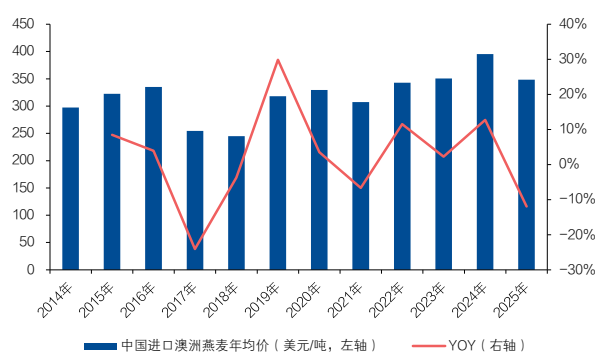
注：敏感性测算以2025年公司毛利率为基数

图15、中国进口澳洲燕麦价格走势（美元/吨）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、中国进口澳洲燕麦年均价变化

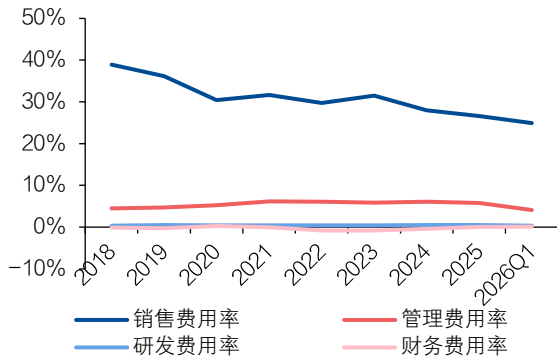


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

费用率整体呈现稳中有降态势，净利率2025年初现修复迹象。近年来，公司依托品牌效应、产品结构优化，规模效应逐步显现，费用管控持续显效，销售费用率从常年30%以上的水平逐步下降至2025年的26.56%，2026Q1进一步优化至24.90%。近年来管理费用率和研发费用率相对平稳。综合毛利率及费用率表现，

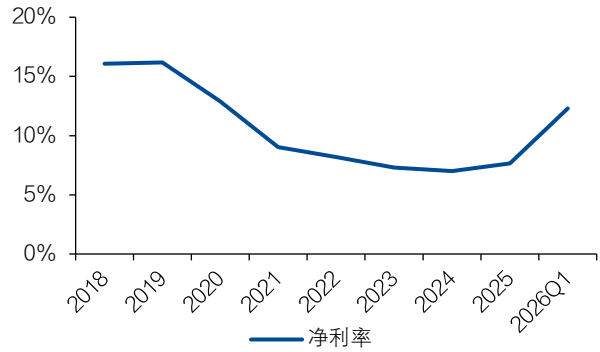
公司净利率从 2018 年的 16.08% 回落至 2024 年的 7.02%，2025 年得益于毛利率的企稳回升及费用率的有效管控，公司净利率底部回暖，已小幅回升至 7.67%，2026Q1 净利率为 12.30%，同比+3.99pct。

图17、公司费用率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2020 年执行新收入准则，运输费计入营业成本

图18、公司净利率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、燕麦行业市场空间广阔，竞争格局优化

(一) 百亿市场，成长潜力足

燕麦在控糖、控脂、补纤维、强功能等方面优势突出，天然契合健康化、功能化饮食趋势。燕麦呈现低糖、低脂、高膳食纤维的特点，碳水释放节奏相对温和，脂肪组成以不饱和脂肪酸为主，有助于优化能量摄入结构。燕麦富含以 β -葡聚糖为代表的可溶性膳食纤维，有助于延缓胃排空、降低餐后血糖反应、改善血脂水平等，已获得美国、欧盟、加拿大、澳大利亚等多个国家和地区的健康声明认可，明确其对心血管健康和代谢管理的积极作用。同时，燕麦还兼具较高比例的优质植物蛋白，并富含 B 族维生素、矿物质等多种必需微量营养元素，在提升饱腹感的同时显著提高整体营养密度。

表5、 β -葡聚糖在各国获得批准的健康声称汇总表

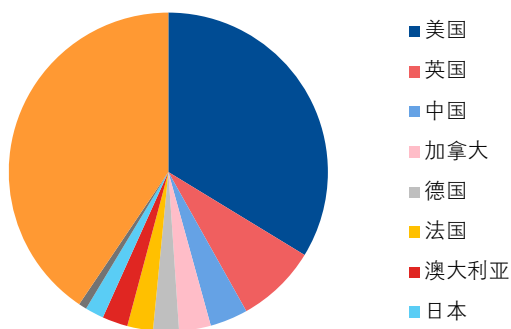
国家/地区	监管机构	核心健康声称	关键条件
欧盟	European Commission	燕麦 β -葡聚糖有助于降低胆固醇水平，高胆固醇是心血管疾病的重要风险因素	每份 $\geq 1g$ β -葡聚糖，且需标示每日摄入量 $\geq 3g$
美国	FDA	燕麦/大麦来源 β -葡聚糖可降低餐后血糖反应 燕麦 β -葡聚糖作为低饱和脂肪、低胆固醇饮食的一部分，有助于降低冠心病风险	每 30g 可利用碳水需含 $\geq 4g$ β -葡聚糖 每份食品需提供 $\geq 0.75g$ 可溶性膳食纤维 (β -葡聚糖)
加拿大	Health Canada	燕麦 β -葡聚糖有助于降低胆固醇水平，从而降低心脏病风险	每份 $\geq 0.75g$ β -葡聚糖
澳大利亚/新西兰	FSANZ	β -葡聚糖有助于降低胆固醇水平	每份 $\geq 1g$ β -葡聚糖
马来西亚	卫生部 (MoH)	燕麦 β -葡聚糖有助于降低胆固醇	每份 $\geq 0.75g$ β -葡聚糖，并标示每日 3g 建议摄入量

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从国内发展历程看，燕麦行业由健康认知驱动，在消费升级、渠道变革与头部品牌引领下逐步成长。2000 年以前，燕麦在国内仍以杂粮或功能性原料形态存在，消费渗透率较低，尚未形成独立的规模化市场。2000 年起，随着商超体系逐步完善、居民营养意识提升，即食燕麦片开始进入城市家庭，行业进入品类导入期，产品以基础型热食燕麦为主，市场参与者较为分散。2010 年后，燕麦高膳食纤维、低升糖的健康属性逐步被强化和认知，行业进入稳步扩容阶段，海外品牌桂格等在一二线城市表现突出，以西麦为代表的本土品牌完成全国化渠道铺设。其后在消费升级与电商渠道快速渗透的推动下，复合燕麦、即食化产品持续放量，头部企业通过产品创新和渠道协同拉开差距，行业集中度开始明显提升。2020 年以来，健康消费趋势进一步强化，新零售与兴趣电商渠道加速崛起，冷食燕麦、烘焙燕麦、燕麦饮品等新形态快速发展，行业进入以产品创新和场景扩容为核心驱动、集中度持续提升的结构性成长阶段。

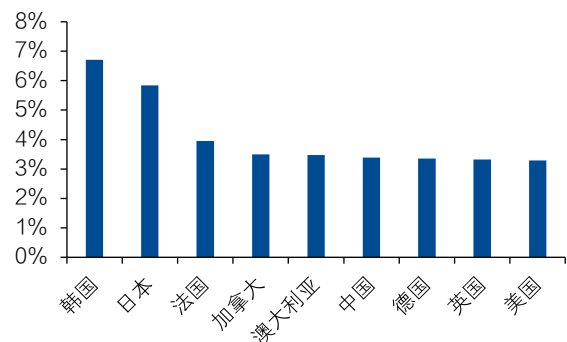
中国燕麦行业当前已步入百亿级规模，结构上仍以热食燕麦为主，对比海外仍有较大增长潜力。根据欧睿数据，2025 年我国燕麦行业市场规模约 104 亿元，2019-2025 年复合增速约 3.4%，整体保持稳健增长。由于我国消费习惯和海外存在差异，当前热食燕麦仍占主导，主要覆盖早餐及功能性膳食场景，2025 年市场规模约 73 亿元，2021 年以来每年基本保持中个位数增长。即食燕麦受益于产品形态创新和电商渠道渗透，2014-2020 年快速增长，期间 CAGR 近 20%，2022 年以来由于产品同质化、口味适配度不足、零食与代餐类产品的替代分流导致行业出现下滑，2025 年市场规模约 31 亿元，占比 30%。海外对比来看，2025 年中国燕麦人均消费量约 0.2KG，仅为日韩的 1/3，与北美、西欧、澳大利亚的差距更为明显，未来我国燕麦行业的消费渗透率、品类及场景多元化存在较大提升空间。

图19、2025 年全球燕麦消费市场区域格局



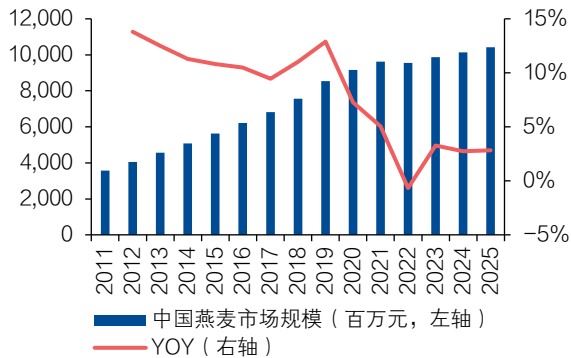
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2019-2025 年全球各区域燕麦市场规模 CAGR



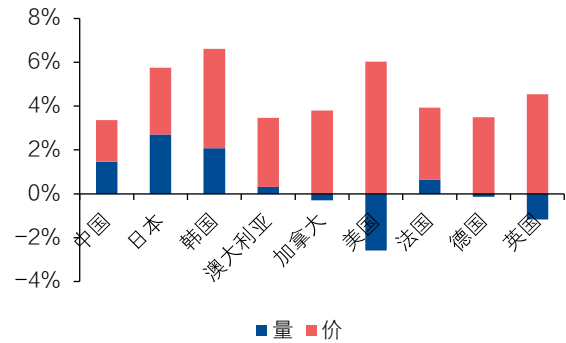
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、中国燕麦行业规模



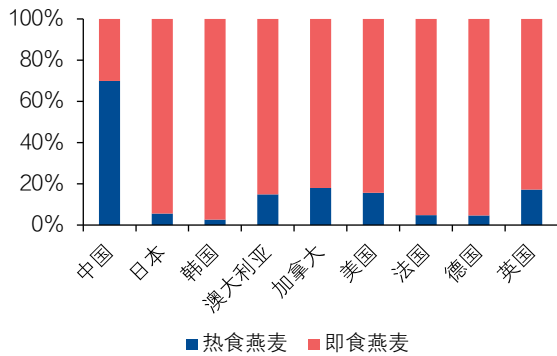
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、2019-2025 年全球各区域燕麦市场规模量价贡献拆分



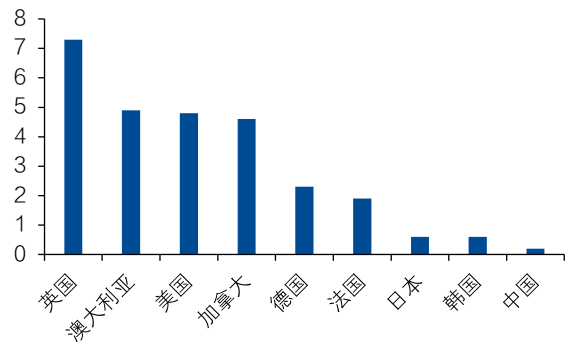
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、2025 年全球各区域燕麦品类结构对比



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

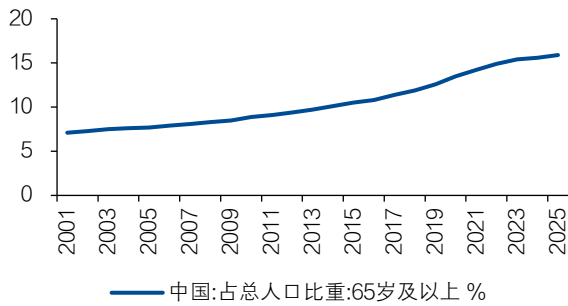
图24、2025 年全球各区域燕麦人均消费量对比 (KG/人)



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

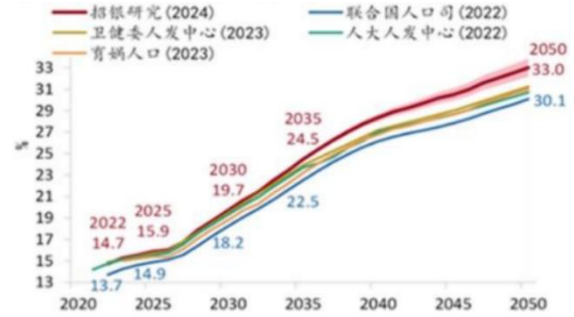
从发展趋势看，燕麦行业的增长动能来自银发经济扩容、年轻群体健康消费意识提升。一方面，银发经济驱动燕麦行业需求底盘的确定性增长，控糖控脂、心血管健康等诉求使高纤维、低负担的燕麦在银发群体中具备更强的消费黏性与复购属性。2025年我国65岁及以上人口约2.24亿、占比约15.9%，预计至2050年老龄化人口占比至少提高一倍。另一方面，年轻人群的健康意识快速提升，燕麦消费人群逐步向年轻化延伸，推动燕麦品类由传统热食早餐场景向即食、零食化及代餐场景外延。

图25、中国人口老龄化趋势明显



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图26、各机构预测中性情形老龄化率

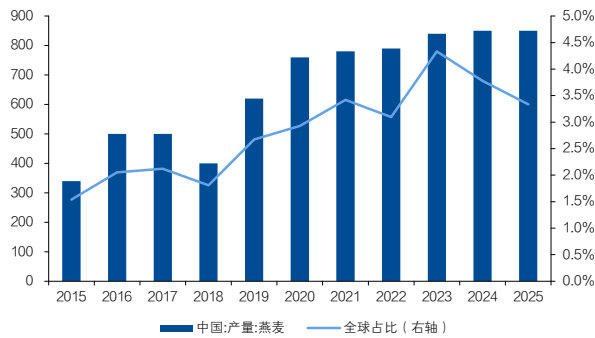


数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 原料依赖型行业, 进口比例高

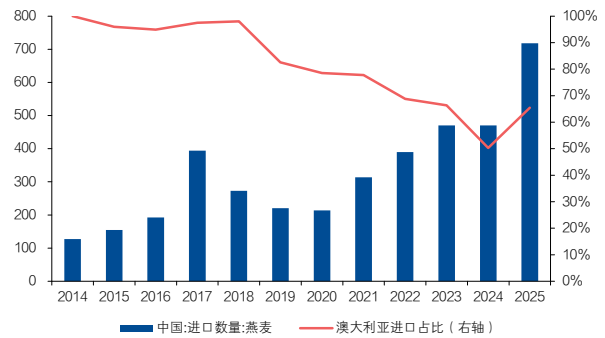
燕麦属于典型的原料依赖型行业, 国内供给量有限, 进口依赖度高。燕麦产量与品质高度受制于种植带分布、气候波动及品种结构, 供给弹性相对有限。国内供给看, 中国燕麦种植以北方及高寒干旱区为主, 2025年产量约85万吨, 在全球体系中占比有限, 且食品级燕麦对粒度、蛋白/β-葡聚糖等指标要求更高, 加剧国内供给缺口。故而国内燕麦产业链对进口形成较高依赖, 全球燕麦主产区主要集中在欧盟、加拿大、俄罗斯、澳大利亚等地区, 2025年中国燕麦进口量约72万吨, 其中澳大利亚占比约65%。

图27、中国燕麦产量(千吨)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图28、中国燕麦进口量(千吨)

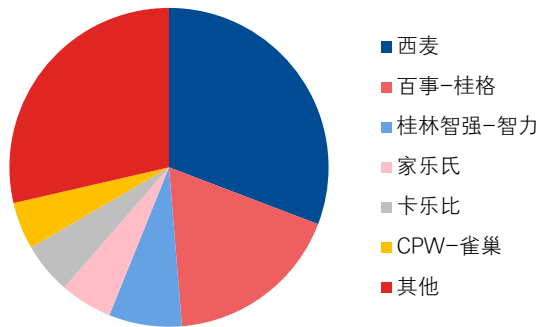


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 竞争格局清晰, 西麦领先优势扩大

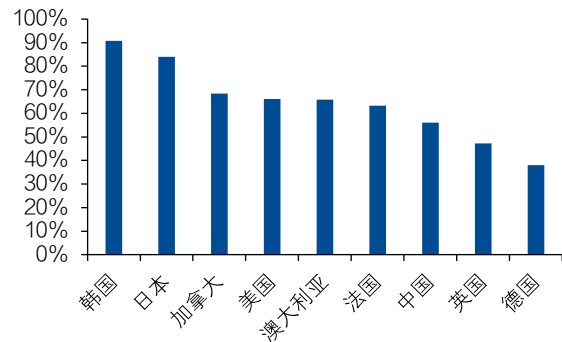
燕麦行业整体集中度偏低, 西麦稳坐龙一。根据欧睿数据, 我国燕麦行业集中度已处于稳步抬升阶段, CR3从2020年的40.3%提升至2025年的56.1%, 其中第一梯队西麦、桂格格局稳固, 2025年市占率分别为30.8%、17.9%, 西麦在2021年反超桂格跃居龙一, 通过产品创新、渠道精耕持续扩大领先优势。对比海外成熟市场, 国内集中度仍有提升空间, 日韩、北美、澳大利亚等典型发达国家的CR3普遍在65%+, 未来随着渠道下沉、行业整合推进, 头部份额有望继续上行。

图29、2025年中国燕麦行业竞争格局



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、2025年全球各区域燕麦行业 CR3 对比



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

从产品定位、渠道覆盖、供应链体系、营销打法等维度对比燕麦行业主流公司：

- ① 产品端，大部分品牌均有细分侧重，比如桂格通过本土化复合谷物系列贴合中式养生需求，巩固家庭健康场景；智力聚焦无蔗糖、控糖与适老配方，切入银发经济；卡乐比以格兰诺拉等冷食即食形态为代表，强化口感与零食化属性；西麦则以冲调燕麦为基本盘，向冷食化、零食化、功能化外延，拓展消费场景。
- ② 渠道端，西麦的全渠道协同更具优势，线下重点打造“百万县城、千万城市、亿元省区”，形成可复制的区域拓展打法，线上重点发力抖音等兴趣电商，同时布局零食量贩、会员店等新兴渠道以提升触达效率。桂格渠道打法偏稳健，智力以线下为主，卡乐比、家乐氏等海外品牌渠道精细化运营能力弱于本土龙头，王饱饱等网红品牌以线上主导、渠道结构更偏单一。
- ③ 供应链端，西麦全链条能力突出，在品质稳定性与成本波动对冲方面具备相对优势。桂格、卡乐比、家乐氏、雀巢等海外品牌全球采购及制造体系成熟，品控、工艺稳定，但本土供应链响应速度相对较慢。而网红新锐多采用代工模式，轻资产运作，研发与生产衔接、品控稳定性及成本控制能力相对受限。
- ④ 营销端，西麦线上线下合力推动品牌升级，兼顾品牌传播与内容电商效率，海外品牌更依赖长期品牌背书，网红品牌擅长内容种草与投流但持续性较弱。

表6、燕麦行业主流公司对比

公司	2025年市占率	产品定位	渠道结构	供应链	营销打法
西麦	30.8%	冲调燕麦为基本盘，向冷食化、零食化、功能化外延，拓展消费场景	线下重点打造“百万县城、千万城市、亿元省区”，形成可复制的区域拓展打法，线上重点发力抖音等兴趣电商，同时布局零食量贩、会员店等新兴渠道以提升触达效率	全链条能力突出，海外澳大利亚原料端与国内多基地、多工厂协同；在品质稳定性与成本波动对冲方面具备相对优势	以“好燕麦、健康主粮”建立品牌心智，通过场景教育（早餐、代餐、轻食零食）与功能卖点强化复购；营销端兼顾品牌传播与内容电商效率
桂格	17.9%	定位“科学营养+家庭健康管理”，产品以冲调燕麦为主，强调工艺与配方升级，并通过本土化复合谷物系列贴合中式养生需求	渠道打法偏稳健，以现代零售+主流电商为主	全球采购与标准化制造体系成熟，品控稳定；更侧重配方与工艺迭代驱动产品升级，原料多来自澳洲燕麦种植区	以“科学背书+场景渗透”强化品牌势能，联名、跨界等方式提升触达与新客获取，品牌资产沉淀较深
智力	7.4%	人群定位更聚焦，主打无蔗糖、控糖与适老化需求，产品以冲调燕麦片为核心	线下为主，在连锁商超等中老年高频场景具备一定基础，线上相对弱于头部企业	超过 5000 m ² 的现代化生产基地并引进先进的生产设备和技术	品牌主张围绕控糖与健康管理，营销方式偏传统稳健
家乐氏	5.3%	谷物早餐综合品牌，产品覆盖谷物圈、谷物片、格兰诺拉等，兼具早餐与零食属性	以现代零售与电商、跨境渠道为主，渠道精细化运营弱于本土龙头	海外供应链体系成熟、SKU 标准化能力强；国内以进口、分销为主，灵活响应与本土化迭代相对受限	“经典早餐谷物”心智稳固，强调营养与便捷；营销以品牌背书为主，爆品驱动相对弱于新锐
卡乐比	5.2%	冷食即食标杆，以格兰诺拉、水果麦片为代表，突出烘焙谷物+果干坚果组合，强化口感与零食化属性，适配快节奏早餐与轻食场景	以电商、会员店、进口渠道等为主要触点，线下深耕程度相对有限	以海外成熟制造体系为主，优势在于配方与工艺稳定性，但对本土供应链响应速度相对受限	以“高颜值、即食便利、配料丰富”形成差异化认知，偏中高端消费人群
雀巢	4.8%	综合谷物早餐平台型公司，以“营养谷物早餐”体系覆盖家庭、儿童等多细分场景，强调均衡营养与便捷性	全渠道覆盖能力强，依托雀巢体系进入商超、电商等多场景，渠道协同与组织能力较强，但在燕麦单一赛道的专注度相对弱于品类龙头	全球化生产与分销网络支撑，供应稳定；决策与上新节奏相对体系化，单品快速迭代能力通常弱于新锐与本土专业龙头	长期心智围绕“均衡营养、家庭早餐”，品牌背书较好
王饱饱等网红新锐	长尾	以“好吃不胖、零食化代餐”为主线，低温烘焙、复配果干、酸奶块等提升口感与社交传播属性，产品迭代快	线上主导，以内容电商与平台投流实现快速起量，强运营、强种草、强爆品；线下渗透相对有限，渠道结构更偏单一	多采用代工模式，轻资产特征明显	擅长内容营销与社媒种草，品牌调性年轻化；但长期增长方式需从投流增长向品牌复购+渠道沉淀切换

数据来源：欧睿，各公司公告，财经网，澎湃，生活好美味，爱采购，凤凰网，食业家，兴业证券经济与金融研究院整理

三、全链路能力领先，竞争壁垒持续强化

（一）纵横并举，开辟大健康新增长极

公司近年来以燕麦为核心，持续丰富产品矩阵。公司持续巩固经典产品，大力研发新品，已构建起覆盖纯燕、复合系列、休闲系列三大板块的完整体系。在纯燕板块，公司在巩固传统热冲调纯燕麦市场领先地位的同时，积极推动产品功能化与高附加值化升级，例如推出强调有机概念的燕麦片以及适合控糖人群的低 GI 高

纤燕麦麸皮，满足基础健康需求。在复合燕麦板块，公司把握中式养生需求，近年来推出了高钙维生素 D 燕麦片、八珍药食同源燕麦片、七白燕麦片等新品，精准匹配中老年群体需求，以“燕麦+”混合谷物系列拓展白领代餐、健身营养等细分场景和人群的定制化需求，2024 年“燕麦+”系列和经典牛奶燕麦系列销售额均已超过 2 亿元。在休闲板块，公司积极布局烘焙麦片、酸奶果粒麦片、即食燕麦粥等冷食赛道，产品契合年轻人“健康零食”的需求，并通过兴趣电商实现破圈。

表7、公司历年新品推出情况

年份	新品推出情况（部分）	数量
2020 年	红豆薏仁燕麦粉、黑芝麻桑葚燕麦粉、益生元多肽燕麦粉、酸奶烘焙燕麦片系列、麸皮产品等	开发、升级完成 44 个项目，上市 86 个 SKU
2021 年	五黑谷物燕麦片、五红谷物燕麦片、高纤燕麦麸皮、红豆薏仁粉等	共开发、升级完成 97 个 SKU
2022 年	即食啵啵粥、藕粉、芝麻糊、牛乳燕麦片、咸味果蔬燕麦片、散称新品（包装更新）等	共开发、升级完成 73 个 SKU
2023 年	燕麦片亚麻籽可可粉、猴头菇山药玉米糊、八珍燕麦片、奇亚籽糙米藜麦燕麦片、高纤快熟燕麦片、燕麦胚芽米、燕麦全麦粉、全麦脆等	
2024 年	七白燕麦片、燕麦粥、益生菌类蛋白粉、散称滋补养生粉系列、厚切燕麦吐司、即食型燕窝粥、食药同源燕麦片、海盐高钙五谷粗粮燕麦片、低脂纯黑麦片、每日酸奶水果坚果燕麦脆、格兰诺拉烘焙燕麦片系列等	共开发 73 个 SKU、升级 22 个 SKU
2025 年	燕麦乳茶、营养富集型中老年易食营养餐、低 GI 谷物粉、药食同源冲调粉、冷泡燕麦、复合营养烘焙燕麦轻食、燕窝饮、燕麦曲奇、西麦食养-养生膏系产品等	

数据来源：wind，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司通过外延并购与战略合作实现横向拓展，布局酸奶谷物盖、燕麦奶等新兴赛道。公司于 2024 年战略并购成都德赛康谷食品有限公司，其在酸奶谷物盖领域技术积淀深厚，长期为国内领先乳企供应产品，此次并购使西麦将燕麦谷物的应用场景从直接食用的冲调、即食领域，成功延伸至乳品配料的 B 端场景。2024 年公司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。另外，公司通过与“纯澳”品牌战略合作，正式进军植物基饮品市场，推出了西麦纯澳燕麦奶，填补了公司在液态燕麦产品线的布局空白。

表8、西麦×纯澳的燕麦奶矩阵



纯浓经典燕麦奶



高钙营养燕麦奶



牛油果燕麦奶



生椰燕麦奶



早餐燕麦奶



有机燕麦奶

数据来源：wind，京东，兴业证券经济与金融研究院整理

公司积极布局“大健康”业务，打造第二曲线。自 2022 年起，公司以“健康中国”为指引，通过“功能化创新”将传统谷物营养与现代健康科技融合，精准对接提升免疫力、抗衰保养等健康需求。公司以技术创新为核心，一方面围绕燕麦基材，运用生物技术提取功能成分，开发控糖、控能等功能性营养食品；另一方面立足现有用户群体，开发燕麦之外的功能营养产品，并计划进入精准营养-特医特膳赛道。2025 年 7 月公司与一阳生集团强强联合，共同组建了贺州西麦西一生物科技有限公司，定位打造中国药食同源发酵健康产品领导品牌。目前公司已成功构建丰富的大健康产品线，包括益生菌蛋白粉、高钙益生菌蛋白粉、益生菌植物蛋白粉、胶原蛋白肽蛋白粉以及红参肽饮、胶原蛋白肽饮等品类，其中首款益生菌蛋白粉于 2023 年上市后市场反响热烈，仅 4 个月销售额便突破 1000 万元，有力带动了该业务板块的快速增长。

表9、西麦大健康产品矩阵

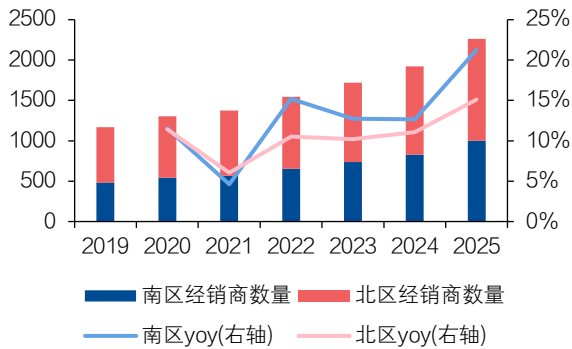
 <p>选择我们的优势</p> <ul style="list-style-type: none"> 500亿/罐 活性益生菌 80%NRV 高蛋白质 动植物双蛋白 3000mg/罐 小分子肽 	 <p>专注成人自护力</p> <p>1重呵护因子 好肠道年轻态</p> <ul style="list-style-type: none"> 1种 益生菌 益生菌植物蛋白粉 80%NRV 益生元 140%NRV 双星益生元 	 <p>西麦 蛋白粉</p> <p>90%高蛋白 96%高消化</p>
<p>西麦多肽益生菌蛋白粉 318 元/600g</p>	<p>西麦益生菌植物蛋白粉 151 元/420g</p>	<p>西麦多重蛋白粉 36 元/100g</p>
 <p>每日一瓶 红润养出来</p> <p>滋养功友 清静心意</p> <p>红参阿胶肽饮</p>	 <p>草本精华 清新净养</p> <p>东方智慧</p> <p>呵护嗓子 肺部舒适</p> <p>化橘红发酵饮</p>	 <p>润感陶瓷肌 素颜也发光</p> <p>守护肌肤 赋活胶原</p> <ul style="list-style-type: none"> 35000mg/罐 胶原蛋白肽 80%NRV 动植物双蛋白 500ZCFU/罐 活菌
<p>西麦红参阿胶肽饮 399 元/800ml</p>	<p>西麦化橘红发酵饮 179 元/250ml</p>	<p>西麦胶原蛋白肽益生菌蛋白粉 288 元/600g</p>

数据来源：wind，京东，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）深化渠道布局，新兴渠道持续突破

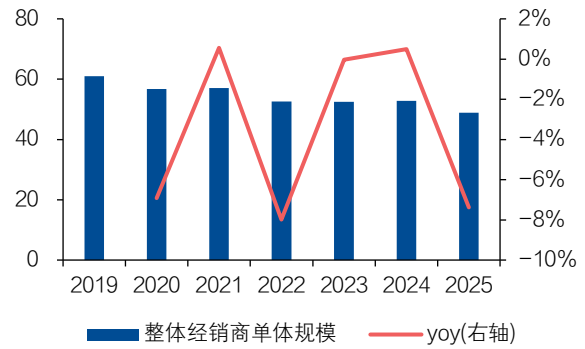
精耕细作，渠道下沉。在线下市场，公司采用“直营+经销”的双轨制进行深度覆盖，直营模式主要用于与全国性大型连锁商超建立战略合作，经销体系是渠道下沉与市场渗透的核心抓手。公司以“百万县城、千万城市、亿元省区”计划为核心策略，扩大县城区域销售占比，在华中、鲁豫等成熟、优势市场继续坚持精耕细作、渠道创新，同时系统性挖掘下沉市场潜力。截至 2025 年末，公司经销商总数已达 2261 家，实现全国 32 个省、自治区及直辖市的全面覆盖；2022-2024 年单体经销商规模保持在 53 万元/家左右，2025 年有所波动至 49 万元/家，主要系公司为新品招商所致。

图31、公司分地区经销商数量（家）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、公司单体经销商规模变化（万元/家）

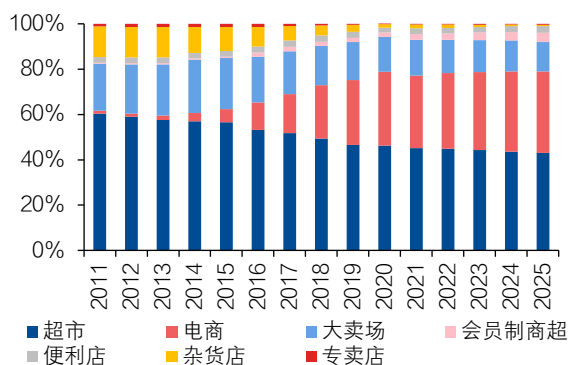


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

电商渠道布局完善，兴趣电商持续突破。根据欧睿数据，燕麦行业的渠道结构正经历显著变化，线上电商与会员制商超持续增长，蚕食传统超市卖场的份额。公司敏锐地抓住了这一趋势，重点布局电商渠道，持续提升投放效率，实现降本增效与利润改善。公司采取了差异化的平台策略：在传统电商（如天猫、京东）夯实基础盘并树立高端品牌形象，同时在抖音等内容电商平台构建“内容种草+直播转化”的爆品打法。线上渠道已成为公司最强劲的增长引擎，2025年公司线上直营渠道收入同比增长35%，在各主流电商平台销售排名均为燕麦行业第一位，其中抖音平台近年来增长尤其迅猛，根据飞瓜数据，2025年抖音平台同比销售增长超过30%；此外，拼多多平台GSV销售首次破亿元，同比增长近80%。

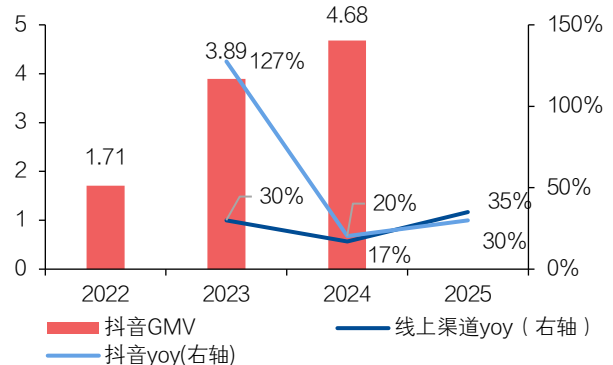
发力新兴渠道，拓展零食量贩、会员制商超。公司自2022年起迅速布局全国零食渠道，基本覆盖了主要的连锁休闲零食店系统，持续倾斜资源，2025年零食渠道销售额同比大幅增长近50%。在会员制商超方面，2025年公司积极开拓山姆，产品上架后销售情况良好，目前在售包括有机高蛋白燕麦片、WILLIAMS TOWN冷泡燕麦在内的2款新品。此外，公司持续开发社区团购、社区便利、生鲜超市等新零售渠道，拓展O2O业务，与京东到家、多点、美团等各大平台开展深度合作，2025年新零售渠道GMV销售规模超1.5亿元，同比增长30%。

图33、燕麦行业整体的渠道变化



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、公司线上渠道销售变化（亿元）



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司积极尝试出海业务，为长期发展助力。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，携两大全新国际品牌走向世界——国际西麦（SEAMILD）与威廉姆斯食阁（WILLIAMS' PANTRY）。目前，公司已通过与海外经销商建立合作及依托 Lazada 等区域性跨境电商平台自主开发双线并进的模式，成功将产品打入美国、新加坡、荷兰、意大利、迪拜等十多个国家与地区，其中东南亚和欧美被列为首批核心市场。鉴于海外多个市场本身已具备燕麦消费习惯，市场进入的消费者教育成本相对较低，为西麦的品牌出海提供了有利条件，其海外业务发展值得期待。

（三）全产业链布局，供应链优势明显

公司在燕麦产业链上持续深化纵向一体化布局，形成了“从田间到餐桌”完整的产业链闭环，供应链端的系统性优势日益凸显。

- ✓ **原料采购方面**，公司前瞻性布局全球优质产区，燕麦粒采购主要来自澳大利亚，并在国内布局张北坝上有机燕麦基地、呼伦贝尔绿色燕麦基地，构建了长期稳定、可控的原料供应体系。2025 年公司燕麦产能 15 万吨，是全国规模最大的燕麦生产企业，凭借规模优势与议价能力，在原料获取稳定性、成本可控性及品质保障方面显著优于中小厂商，有效平抑上游价格波动对盈利端的扰动。
- ✓ **生产制造环节**，公司在广西、河北、江苏等地布局生产基地，形成覆盖南北、辐射全国的产能体系，既贴近原料与核心消费市场，有助于降低运输成本、提升交付效率，又增强了公司对区域市场需求变化及渠道扩张的响应能力。

表10、公司生产基地情况（截至 2025 年）

生产基地	所在地	设计产能（万吨/年）	说明
贺州西麦	广西贺州	4.5	一期项目产能 2.55 万吨，二期项目 2024 年投产
河北西麦	河北定兴	4.3	2025 年 9 月河北张北生产基地投产，燕麦加工年处理能力 2 万吨，年产值 1.2 亿元
江苏西麦	江苏宿迁	6.2	一期项目 2020 年 5 月投产，年产值超 8 亿元；二期项目 2025 年 8 月投产，预计年产值 6 亿元
合计		15.0	

数据来源：公司公告，宿迁经济技术开发区管理委员会，河山锐新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

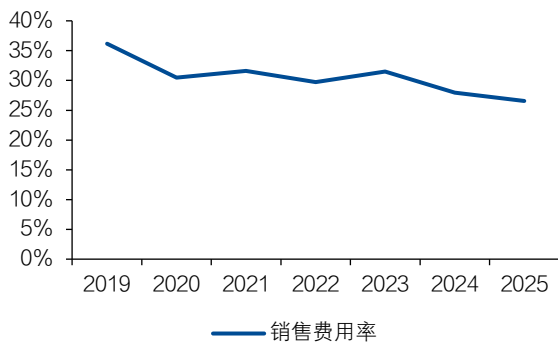
（四）重视品牌建设，势能持续释放

近年来公司持续加大品牌建设与广宣投入，线上线下协同发力，品牌影响力稳步抬升。公司以“好燕麦·吃西麦”为核心品牌锚点，线上重点布局主流电商平台及内容平台，通过短视频、直播、电商内容种草及健康功能科普等方式，强化品牌心智，在燕麦核心消费人群中的触达效率与声量稳步提升。线下依托全国性经销与

直营网络，在 KA 商超、会员制商超及新零售渠道中强化终端陈列，结合原料溯源、产地背书等品牌活动，持续夯实品牌信任度。自 2022 年以来，公司连续四年被欧睿信息咨询评选为“全球第一的中国燕麦谷物品牌”，线上线下全渠道市场份额全国第一。

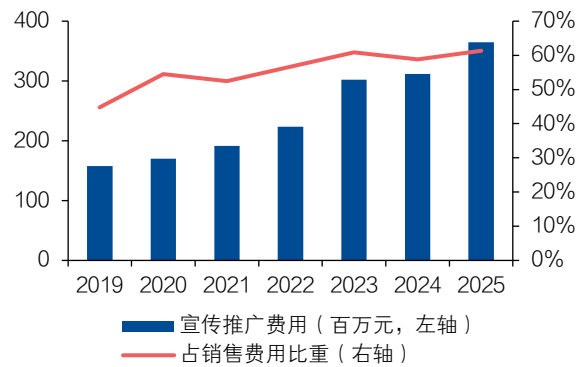
公司销售费用率整体处于相对高位，近两年费效比有所优化。拆分结构看，销售费用中宣传推广费占比长期维持在 50%+，是销售费用的核心构成，体现公司对品牌投入的决心。随着品牌势能释放，规模效应逐步显现，2024 年以来公司在保持品牌投入强度的同时，通过提升投放效率、精细化费用管理，销售费用率稳步改善，2025 年销售费用率 26.56%、同比下行 1.4pct。

图35、公司近年来销售费用率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、公司宣传推广费金额及占销售费用比重



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

收入端，基本盘稳扎稳打，积极培育第二曲线，具备成长属性。公司深耕燕麦全产业链，核心燕麦产品矩阵持续丰富，纯燕麦基本盘稳固，复合燕麦驱动增长。同时，横向拓展酸奶谷物盖、燕麦奶等新兴赛道，并积极布局大健康业务，有望形成新的增长极。

利润端，成本红利+费效比改善，业绩弹性有望持续释放。2025 年随着澳麦采购成本步入下行通道、高毛利的复合燕麦占比提升及内部管理优化，公司盈利能力已进入明确的回升通道。预计未来成本红利进一步显现，叠加产品结构优化、费用管控显效，净利率有望重回 10%+。

我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入 26.97/31.79/36.93 亿元，同比 +20.4%/+17.8%/16.2%，归母净利润 2.67/3.32/3.99 亿元，同比 +55.7%/+24.1%/+20.2%，EPS 为 0.86/1.06/1.28 元，对应 2026 年 5 月 20 日收盘价，PE 为 24.9/20.1/16.7X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表11、可比公司情况

日期	2026/5/20	股价	总市值	EPS (元/股)			PE		
证券代码	证券简称	元	亿元	26E	27E	28E	26E	27E	28E
002847.SZ	盐津铺子	57.73	157.44	3.20	3.99	4.74	18.04	14.47	12.18
002557.SZ	洽洽食品	21.90	110.78	1.38	1.58	1.88	15.87	13.86	11.65
002991.SZ	甘源食品	48.43	45.14	3.06	3.63	4.11	15.83	13.34	11.78
003000.SZ	劲仔食品	11.04	49.78	0.63	0.76	0.89	17.52	14.53	12.40
平均值							16.82	14.05	12.00
002956.SZ	西麦食品	21.32	66.63	0.86	1.06	1.28	24.93	20.08	16.71

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：甘源食品、劲仔食品 EPS 为 wind 一致预测

五、风险提示

行业竞争加剧：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，可能会影响公司收入和盈利水平。

原材料成本波动风险：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，其价格若出现大幅上涨，将影响整体盈利能力。

新品推广不及预期：近年来公司加大新品研发和投入，如果新品上市后消费者接受度不及预期，可能会影响未来增长。

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，可能影响经营。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1253	1477	1629	1820
货币资金	203	297	343	421
交易性金融资产	482	479	476	473
应收票据及应收账款	131	156	183	211
预付款项	53	78	91	105
存货	274	346	404	467
其他	110	121	132	143
非流动资产	1026	1096	1151	1193
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	681	745	796	830
在建工程	5	10	14	22
无形资产	58	55	52	49
商誉	16	16	16	16
其他	266	270	273	277
资产总计	2280	2573	2779	3014
流动负债	597	720	824	936
短期借款	94	94	94	94
应付票据及应付账款	313	390	455	525
其他	189	236	275	317
非流动负债	51	51	51	51
长期借款	12	12	12	12
其他	39	39	39	39
负债合计	648	771	875	988
股本	223	313	313	313
未分配利润	617	657	707	767
少数股东权益	22	24	26	28
股东权益合计	1632	1803	1904	2026
负债及权益合计	2280	2573	2779	3014

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	172	267	332	399
折旧和摊销	58	88	101	113
营运资金的变动	62	-12	-6	-5
经营活动产生现金流量	265	341	423	503
资本支出	-116	-156	-154	-154
长期投资	-100	10	10	10
投资活动产生现金流量	-186	-144	-141	-139
债权融资	-22	0	0	0
股权融资	4	89	0	0
融资活动产生现金流量	-114	-102	-237	-285
现金净变动	-35	94	45	79

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2240	2697	3179	3693
营业成本	1300	1558	1820	2102
税金及附加	18	24	28	33
销售费用	595	648	763	883
管理费用	129	153	180	210
研发费用	12	15	17	20
财务费用	2	2	2	2
投资收益	7	7	8	10
公允价值变动收益	7	7	7	7
信用减值损失	-1	-2	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	202	314	389	466
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	199	311	385	463
所得税	26	42	52	62
净利润	173	269	334	401
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	172	267	332	399
EPS(元)	0.55	0.86	1.06	1.28

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	18.1%	20.4%	17.8%	16.2%
营业利润增长率	28.0%	55.8%	23.8%	20.0%
归母净利润增长率	28.9%	55.7%	24.1%	20.2%
盈利能力				
毛利率	42.0%	42.2%	42.7%	43.1%
归母净利率	7.7%	9.9%	10.4%	10.8%
ROE	10.7%	15.0%	17.7%	20.0%
偿债能力				
资产负债率	28.4%	29.9%	31.5%	32.8%
流动比率	2.10	2.05	1.98	1.94
速动比率	1.37	1.30	1.22	1.19
营运能力				
资产周转率	100.2%	111.2%	118.8%	127.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.55	0.86	1.06	1.28
每股经营现金	0.85	1.09	1.35	1.61
估值比率(倍)				
PE	38.8	24.9	20.1	16.7
PB	4.1	3.7	3.5	3.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn