

# 西麦食品 (002956)

## 燕麦龙头新突破，内生外延布局大健康领域

买入 (首次)

2024年10月11日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002  
suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002  
luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1327	1578	2000	2428	2872
同比 (%)	15.06	18.89	26.77	21.35	18.29
归母净利润 (百万元)	108.84	115.45	121.92	162.71	203.44
同比 (%)	4.38	6.08	5.61	33.45	25.03
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.49	0.52	0.55	0.73	0.91
P/E (现价&最新摊薄)	25.37	23.92	22.65	16.97	13.57

### 股价走势



### 投资要点

■ **专注燕麦三十载，中长期布局大健康领域。**西麦食品由创始人谢庆奎家族控股，专注于以燕麦为代表的健康谷物食品的研发、生产和销售。公司创始人谢庆奎家族控股公司，股权结构稳定；管理层具备丰富行业经验。收入端，2019-2023年公司收入CAGR超10%，近年推出蛋白粉，同时战略并购德赛康谷迈向大健康领域；利润端，受燕麦粒价格成本上涨以及外部激烈竞争影响，近年盈利能力承压，预期未来随着成本下行，公司利润率将得到修复。

■ **燕麦行业小而美，龙头份额提升空间大。**以燕麦为代表的早餐谷物类产品凭借丰富的营养物质获得中国消费者认可。根据Euromonitor数据，2023年早餐谷物市场销售额95.6亿元，2018-2023年CAGR为4.8%。预期人口老龄化、饮食健康化、燕麦休闲零食化将共同驱动燕麦市场持续扩容。从市场格局看，2023年中国燕麦行业CR3为51.3%，对比海外集中度仍有提升空间。

■ **西麦全产业链布局，渠道多元扩张，龙头地位不断夯实。**1) **渠道端：**公司对传统渠道精耕细作，通过聚焦重点区域打造标杆市场，通过构造重点单品、重点城市、重点县城确保公司在终端渠道的良好呈现和销售。对新兴渠道公司紧跟线下趋势布局零食量贩渠道，开拓业务新增长极。2023年公司在线下零食渠道同比增长超过180%，零食量贩渠道的快速发展驱动公司线下业务新增量。电商渠道公司在主流货架电商销量登顶，同时持续发力兴趣内容电商平台。2023年西麦在抖音GMV超3亿元，同比增长超过70%。根据Datayes!数据，西麦在抖音渠道2024H1实现销售额2.3亿元，同比增长超过170%，保持强劲增长。2) **供应链：**西麦全产业链布局，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；在全国布局生产基地，拥有广西贺州，河北定兴、张北，江苏宿迁四大生产研发基地，公司以全产业链和规模优势，保障原材料供应的量价稳定性。

■ **外延内生齐发力，长期迈向大健康领域布局。**公司加快大健康领域产品布局步伐，2023年推出蛋白粉品类。同时在2024年并购成都德赛康谷食品有限公司，切入乳品谷物配方赛道。公司以内生推新+外延并购发力大健康领域，长期锚定燕麦谷物和健康食品行业领导者。

■ **盈利预测与投资评级：**西麦食品主业通过扩渠道、拓新品双轮驱动攫取燕麦行业份额；外延并购布局大健康赛道寻找新增长。我们预计2024-2026年公司收入分别为20.0/24.3/28.7亿元，同比+27%/21%/18%，预计归母净利润为1.2/1.6/2.0亿元，同比+6%/33%/25%，对应PE分别为23X、17X、14X。公司估值对比同业其他休闲食品公司仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格大幅波动、核心产品及研发新品增长不达预期、食品安全风险。

### 市场数据

收盘价(元)	12.86
一年最低/最高价	9.12/16.56
市净率(倍)	1.89
流通A股市值(百万元)	2,870.66
总市值(百万元)	2,870.95

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.82
资产负债率(% ,LF)	19.33
总股本(百万股)	223.25
流通A股(百万股)	223.22

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 国内燕麦第一股，引领行业新篇章</b>	<b>4</b>
1.1. 三十载磨砺铸辉煌，扩品迈入大健康领域	4
1.2. 股权结构清晰稳定，管理层运营经验丰富	4
1.3. 收入稳健增长，盈利能力承压	6
<b>2. 燕麦行业小而美，龙头份额提升空间大</b>	<b>7</b>
2.1. 行业规模：燕麦市场小而美，健康趋势下前景广阔	7
2.2. 行业格局：行业集中度低，龙头发展空间大	8
<b>3. 燕麦龙头全产业链布局，大健康领域新突破</b>	<b>9</b>
3.1. 渠道供应链协同，品牌赋能夯实龙头地位	9
3.1.1. 燕麦龙头全渠道发展，线上布局迎来新增长	9
3.1.2. 持续发力品牌建设，赋能企业发展	12
3.1.3. 构建燕麦全产业链，成本质量实现领先	14
3.2. 外延内生齐发力，长期迈向大健康布局	17
3.2.1. 新品益生菌蛋白粉试水，研发推新布局大健康战略	17
3.2.2. 并购德赛康谷，切入乳品谷物配方赛道	18
<b>4. 盈利预测</b>	<b>19</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构情况 (截至 2024H1) .....	5
图 3:	公司 2021 年限制性股票激励计划.....	5
图 4:	西麦食品管理团队.....	6
图 5:	2016-2024H1 营业总收入及增速 .....	6
图 6:	2016-2024H1 归母净利润及增速 .....	6
图 7:	2016-2024H1 毛利率、归母净利率 .....	6
图 8:	2016-2024H1 毛利率、毛销差 .....	6
图 9:	中国早餐谷物市场规模及增速.....	7
图 10:	中国早餐谷物量价增速拆分.....	7
图 11:	2023 年各国家或地区燕麦人均消费量 (千克) .....	7
图 12:	2023 年中国燕麦市场格局.....	9
图 13:	2023 年各国家、各地区燕麦 CR3 对比 (单位%) .....	9
图 14:	公司渠道收入结构.....	10
图 15:	公司地区收入结构.....	10
图 16:	西麦食品经销商数量.....	10
图 17:	2023 年西麦双十一销售数据.....	11
图 18:	抖音直播间.....	11
图 19:	公司线上销售排名情况.....	11
图 20:	公司 2023 年度抖音黑马奖现场.....	11
图 21:	西麦食品抖音渠道销售额 (单位: 万元) .....	11
图 22:	西麦在零食量贩渠道的陈列.....	12
图 23:	公司近三年营销费用支出及占比.....	13
图 24:	公司近三年市占率情况.....	13
图 25:	抖音直播间.....	13
图 26:	西麦糖酒会推广现场.....	14
图 27:	西麦研发、生产基地布局.....	14
图 28:	董事长在澳洲西麦专属农场参与收割工作.....	14
图 29:	西麦全球供应链专属农场战略合作签约仪式.....	15
图 30:	西麦燕麦吨成本及 yoy.....	15
图 31:	CBOT 燕麦期货结算价 (单位: 美分/蒲式耳) .....	16
图 32:	燕麦粒成本以及燕麦产品价格变化对公司毛利率影响的敏感性分析 (单位: pct) .....	16
图 33:	2015-2022 年中国蛋白粉产量和需求量及 yoy .....	17
图 34:	西麦研发新品: 益生菌蛋白粉.....	18
图 35:	西麦研发新品: 猴头菇山药玉米糊.....	18
图 36:	成都德赛康谷.....	18
图 37:	德赛康谷产品酸奶谷物盖.....	18
图 38:	西麦食品主要业务收入拆分预测.....	20

## 1. 国内燕麦第一股，引领行业新篇章

### 1.1. 三十载磨砺铸辉煌，扩品迈入大健康领域

中国燕麦谷物行业龙头，三十年专注燕麦健康事业。西麦品牌创建于1994年，创始人起初介入保健品行业，于1995年推出中老年、西麦阳光早餐等燕麦产品。2001年，公司前身西麦有限公司成立，并推出纯燕麦系列产品。2004、2012年广西、河北基地陆续建成投产。2019年公司在深交所上市，成为我国燕麦第一股。2020年公司江苏基地建成投产，标志着公司南北东的生产布局进一步完善。2023年，公司推出单品益生菌蛋白粉，大健康领域成为西麦食品未来重点成长的领域之一。2024年携手德赛康谷签署战略并购协议，正式切入乳品谷物配方赛道。近年来西麦实现稳健增长，保持燕麦市场领先地位。

图1：公司发展历程

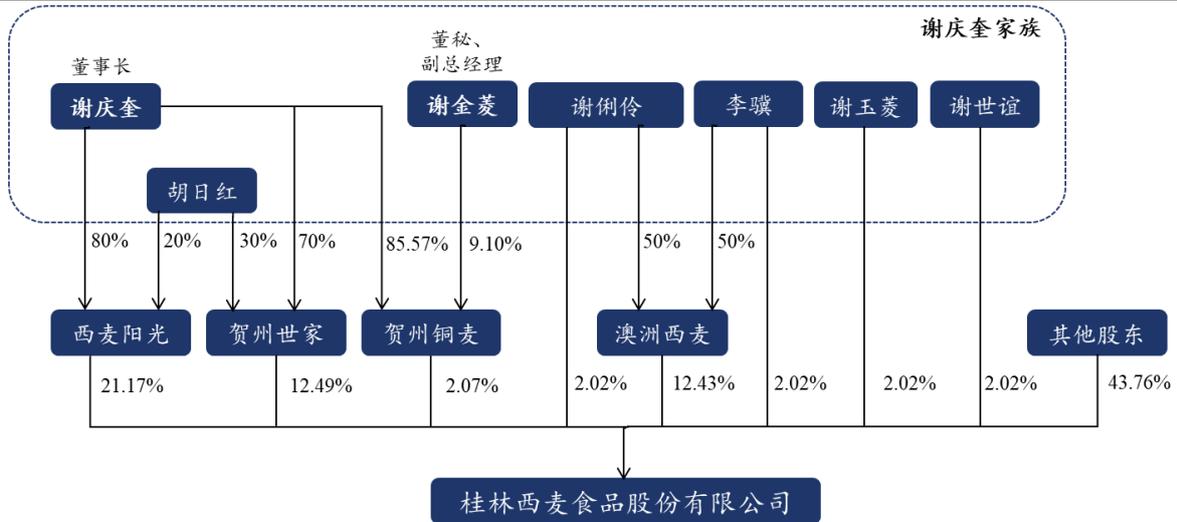


数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构清晰稳定，管理层运营经验丰富

公司为家族控股企业，股权结构清晰稳定。西麦食品实际控制人为谢庆奎家族，其中，胡日红与董事长谢庆奎为夫妻关系，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、胡日红夫妇，谢金菱夫妇以及谢俐伶为公司实控人，谢世谊、谢玉菱为一致行动人，截至2024H1谢庆奎家族直接或间接持股公司比例超50%。

图2: 公司股权结构情况 (截至 2024H1)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

**对内实行多元化激励, 对外积极实施利润分配。**公司于 2021 年推出限制性股票激励计划, 实现对员工的长效激励机制, 该计划第二、三个解除限售期的解除限售条件已满足。同时, 公司重点推进人才引进, 并针对内部高速增长的优秀团队特别设立董事长特殊贡献奖, 通过特别激励政策强化人才队伍建设。公司坚持实施积极的利润分配政策, 2019 年上市至今累计发放现金分红 3.08 亿元, 占期间归母净利润总和的 61.29%, 在保证业务持续发展的同时提高股东回报。

图3: 公司 2021 年限制性股票激励计划

股权激励对象	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予总数比例	激励方案及业绩考核条件
孙红艳: 副总经理	17.2	11.78%	拟授予限制性股票数量为146万股, 合计49人。首次实际授予146万股, 合计47人 (2人自愿放弃, 对应的拟授予限制性股票份额由其他激励对象认购), 价格为13.08元/股。 第二、三个解除限售期条件达成 第一个解除限售期: 相比2020年, 2021年营收增长率不低于21%, 净利润增长率不低于15%; 第二个解除限售期: 相比2021年, 2022年营收增长率不低于15%; 第三个解除限售期: 相比2022年, 2023年营收增长率不低于15%;
廖丽丽: 副总经理	5.73	3.92%	
张志雄: 财务总监	3.44	2.36%	
耿国铮: 董事	2.2	1.51%	
中层管理人员和核心技术 (业务) 骨干 (43人)	117.43	80.43%	
合计	146	100.00%	

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**管理层稳定, 具备丰富运营经验。**目前, 谢庆奎担任公司董事长; 孟祥胜担任公司总经理; 谢金菱担任公司董事、董事会秘书、副总经理, 管理层与股东利益高度一致。管理层大多数成员具备专业素养和运营管理经验, 共同协作促进西麦稳健发展。

图4：西麦食品管理团队

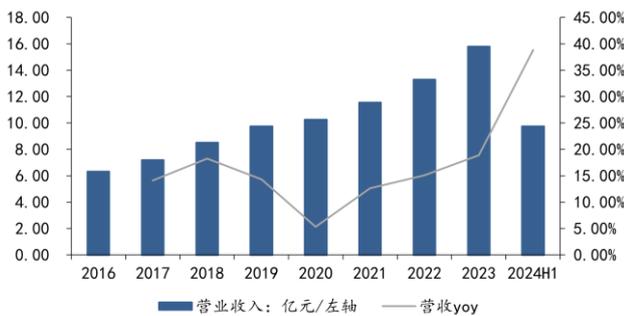
姓名	职务	学历	年龄	个人简历
谢庆奎	董事长、董事	初中	73	2017年5月至2023年8月任公司董事长、总经理；2017年5月至今，任公司董事长。
谢金菱	董事、董事会秘书、副总经理	硕士	47	历任公司法务审计部经理、采购部经理、董事长助理、副总经理、董事、董事会秘书；2017年5月至今任公司董事、董事会秘书，2017年8月至今任公司副总经理。
孟祥胜	总经理	本科	52	曾任海尔药业浙江市场部经理、南京东方智业管理咨询顾问、苏宁易购集团股份有限公司董事、高级副总裁，2023年8月至今任公司总经理。
张志雄	财务总监	本科	49	历任桂林漓佳金属有限责任公司财务部职员、桂林集琦药业股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；2017年5月至今任公司财务总监。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 1.3. 收入稳健增长，盈利能力承压

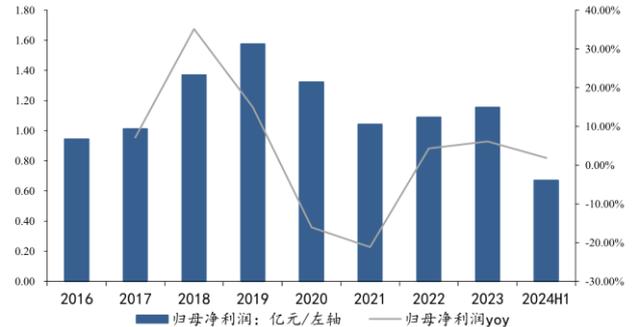
公司营收持续增长，毛利率水平有待提升。公司营业收入 2019-2023 年稳健增长，CAGR 超 10%。2019-2021 年归母净利润连续下滑，主因：1) 股权激励费用摊销影响；2) 受外部环境影响，燕麦原材料价格水平较高；3) 公司面对外部挑战，采取主动积极的销售策略，在线上平台投入较大，线上盈利能力相对弱。但在产品渠道协同创新的战略推动下，公司盈利能力提升未来可期。2024H1 公司营收 9.73 亿元，同比增长 38.83%；归母净利润 6654 万元，同比+1.84%，受原材料及线上渠道费用投放影响，归母净利率承压。

图5：2016-2024H1 营业总收入及增速



数据来源：Wind、东吴证券研究所

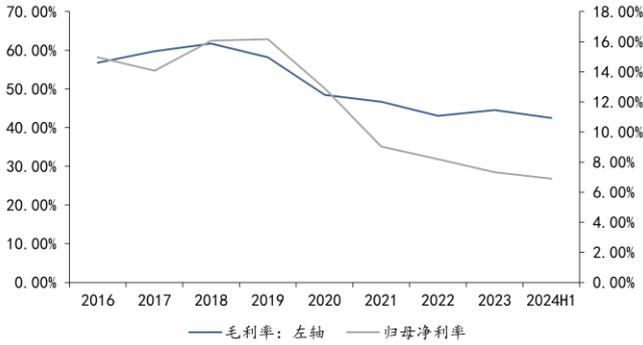
图6：2016-2024H1 归母净利润及增速



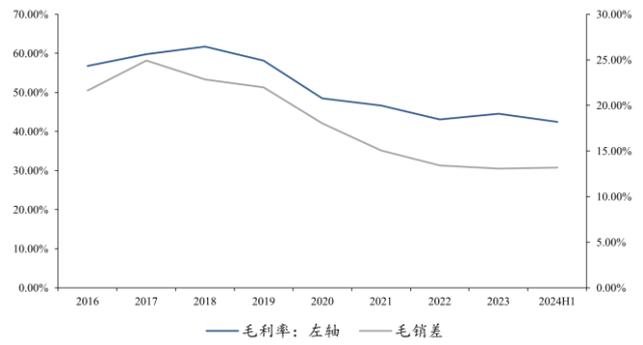
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图7：2016-2024H1 毛利率、归母净利率

图8：2016-2024H1 毛利率、毛销差



数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

## 2. 燕麦行业小而美，龙头份额提升空间大

### 2.1. 行业规模: 燕麦市场小而美，健康趋势下前景广阔

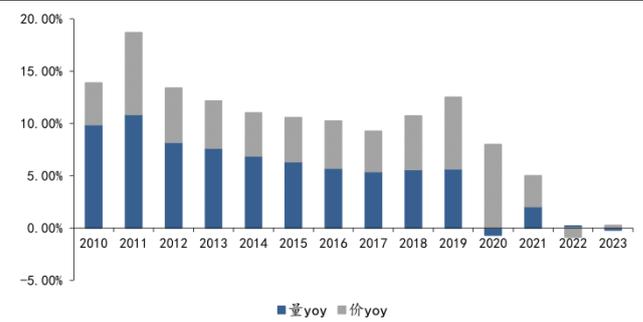
量价齐驱中国燕麦市场规模稳健增长，对比海外中国燕麦产业发展空间大。燕麦市场小而美，根据 Euromonitor 数据，中国早餐谷物市场整体规模稳健增长，2023 年总销售额为 95.59 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 4.8%。从行业量价拆分看，2020 年以前行业规模量价齐升，2020 年及之后量增贡献减弱，价增贡献更大。2023 年，我国燕麦人均消费量只有 0.1kg，远低于欧美发达国家；与我国居民饮食习惯相近的日本和中国香港地区，燕麦人均消费量分别为 0.6kg 和 1kg，也高于我国同期水平，国内燕麦行业增长潜力较大。

图9: 中国早餐谷物市场规模及增速



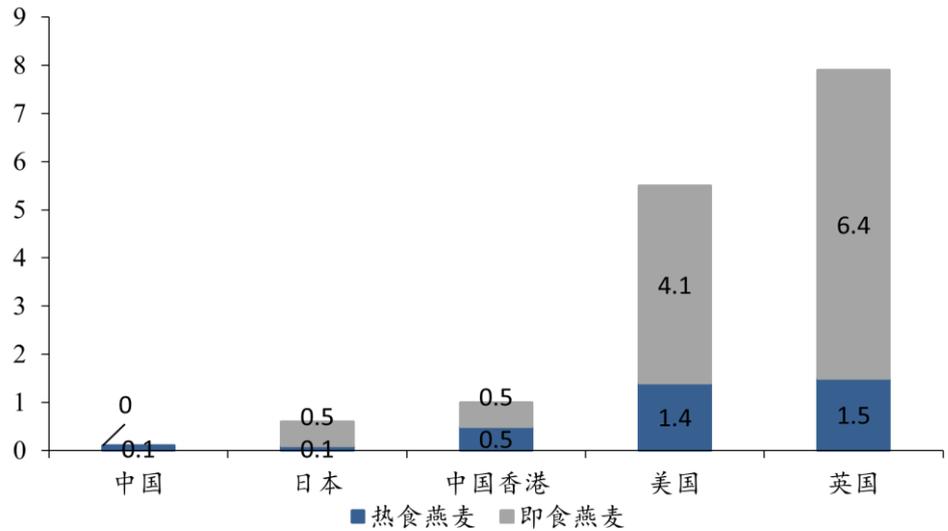
数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图10: 中国早餐谷物量价增速拆分



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图11: 2023 年各国家或地区燕麦人均消费量 (千克)



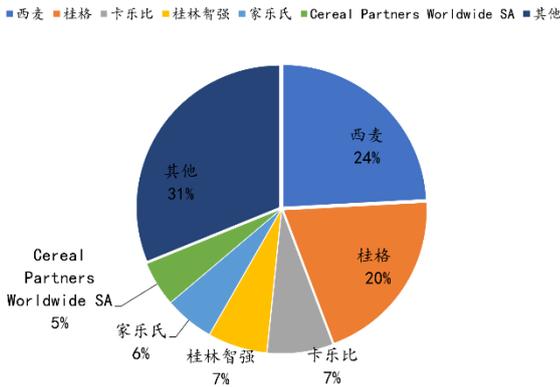
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

**人口老龄化、饮食健康化、燕麦休闲零食化共同驱动燕麦市场扩容。**燕麦产品具备高营养价值，调节血糖、血脂的功能，是一种天然的健康食品。中国人口老龄化趋势不减，预计未来三十年老年人口占比至少提高一倍，加上近年全球性公共卫生事件影响，国人健康意识提升，燕麦消费群体将进一步扩大。同时，随着健康饮食理念的普及和消费者对食品多样性需求的增加，燕麦产品正经历着一场休闲零食化的变革。冷食燕麦、烘焙燕麦等燕麦休闲零食以其便携性、健康性出圈，满足消费者对休闲食品的需求，有效驱动市场规模壮大。

## 2.2. 行业格局：行业集中度低，龙头发展空间大

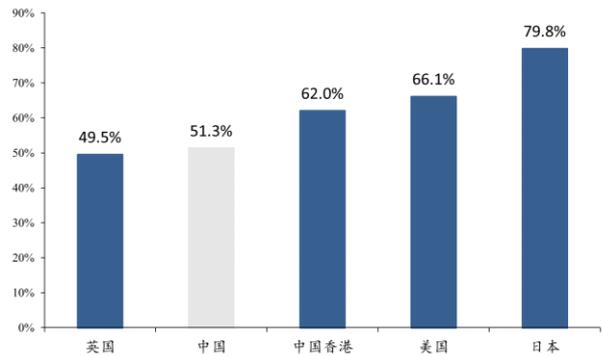
中国燕麦行业格局相对分散，头部品牌市场占有率仍有提升空间。Euromonitor 数据显示 2023 年中国燕麦市场中西麦食品是行业龙头，整体市场份额超过 20%。但对比中国与其他国家或地区燕麦行业的 CR3，我们发现中国燕麦行业集中度较低，有较大提升空间。2023 年中国燕麦市场 CR3 为 51.3%，中国香港、美国、日本的 CR3 分别为 62%/66.1%/79.8%，西麦食品作为中国燕麦行业龙头，其市占率有望继续提升。

图12: 2023年中国燕麦市场格局



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图13: 2023年各国家、各地区燕麦 CR3 对比 (单位%)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

### 3. 燕麦龙头全产业链布局, 大健康领域新突破

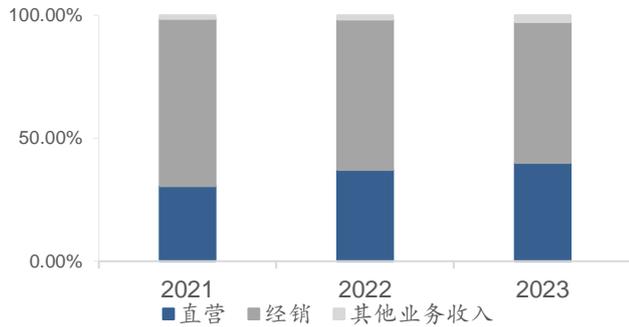
#### 3.1. 渠道供应链协同, 品牌赋能夯实龙头地位

##### 3.1.1. 燕麦龙头全渠道发展, 线上布局迎来新增长

**线上、线下全渠道布局, 销售规模稳居行业第一。**三十年耕耘, 通过直销经销相结合的营销模式, 通过与大型连锁商超的紧密合作与庞大高效的经销商网络, 西麦已经拥有行业领先的销售渠道, 产品进入众多地区的中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场和其他渠道, 销往城市社区、广大乡镇和农村地区。电商渠道持续布局, 主流电商平台保持线上燕麦 top1。此外快速拥抱新零售渠道, 打造全渠道矩阵, 2023 年度零食渠道同比增长 180%; 积极尝试出海业务。

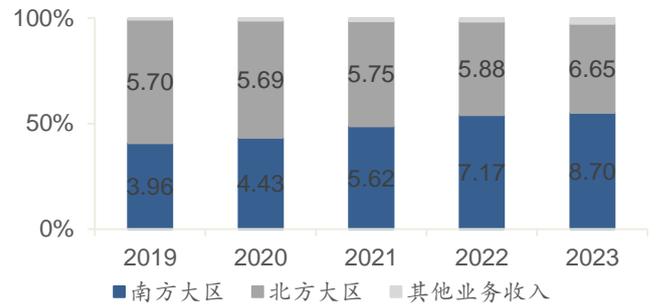
**传统渠道精耕细作, 精细运营拓市场。**西麦持续夯实和扩大线下渠道优势, 构建线下全品项、全渠道、立体营销网络, 通过聚焦重点区域打造标杆市场, 通过构造重点单品、重点城市、重点县城确保公司在终端渠道的良好呈现和销售, 实现销售额持续增长。2022 年, 在成都、长沙等单城市销售实现突破; 2023 年, 通过华东专项, 湖北专项, 进一步对优势区域渠道下沉, 扩大县城区域销售占比, 新增 28 个百万县城, 6 个千万城市, 1 个亿元省份, 线下业务同比增长 10%。

图14: 公司渠道收入结构



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

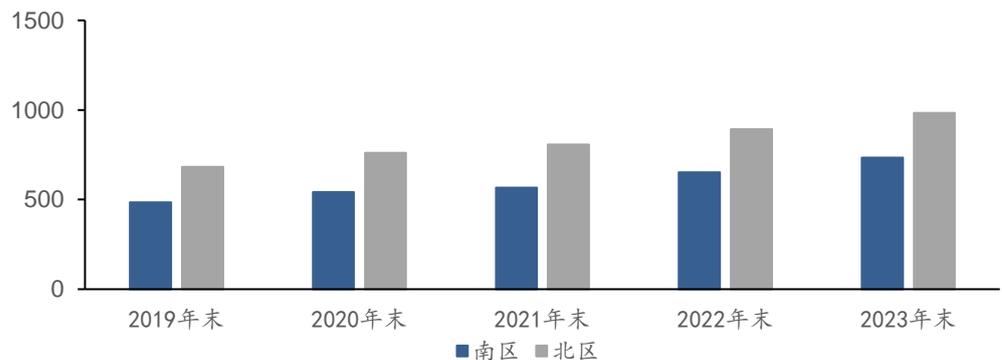
图15: 公司地区收入结构



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

**渠道多元发展, 经销深度广度齐增长。**除港澳台外, 西麦都已完成销售网点和经销商布局。除此之外, 公司积极拓展海外业务, 布局海外市场, 重点发力 B2B 业务及海外业务, 通过自主开发、跨境以及本地电商渠道, 落地美国、新加坡、马来西亚、中国香港、意大利、荷兰、迪拜等十多个国家和地区。截止 2023 年底, 公司合作经销商达到 1718 个, 招商加速, 已经建立起庞大的经销系统。经销商网络已经覆盖到三四线城市县城及重点城市乡镇门店, 并且根据公司战略, 将会针对地域开展专项策略, 积极拓展重点城市在进场零售业态的铺市渗透, 进一步对优势区域渠道下沉。

图16: 西麦食品经销商数量



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

**直营渠道新升级, 零食+数字化转型促发展。**西麦以往直营渠道依托大型商超, 通过与大型商超的合作建立西麦直营门店的方式实现直营管理。然而近来大型商超面临着人流量下行问题, 西麦紧跟线下渠道变迁趋势, 积极加强电商渠道布局, 发力零食渠道, 开拓业务渠道新增长极。

图17: 2023年西麦双十一销售数据



数据来源: 公司公众号、东吴证券研究所

图18: 抖音直播间



数据来源: 抖音、东吴证券研究所

主流货架电商销量 top1, 兴趣内容持续发力突破。西麦已经建立起完整的电商渠道, 目前已经覆盖天猫、京东、拼多多等 B2C 平台, 京东京喜通、阿里零售通等 B2B 平台, 抖音、快手、小红书等兴趣电商平台, 建立起网红达人直播合作机制; 入选兴盛优选, 美团优选等热门社区团购平台, 与京东到家、美团、多点等 O2O 大平台展开深度合作。2023 年, 线上销售同比增长 30%, 保持高速增长。其中公司在京东平台首次超过其他竞品, 成为该平台燕麦排名第一品牌。在抖音 GMV 超 3 亿元, 同比增长超过 70%, 同时获抖音平台“黑马奖”。根据 Datayes! 数据, 西麦在抖音渠道 2024H1 实现销售额 2.3 亿元, 同比增长超过 170%, 保持强劲增长。

图19: 公司线上销售排名情况



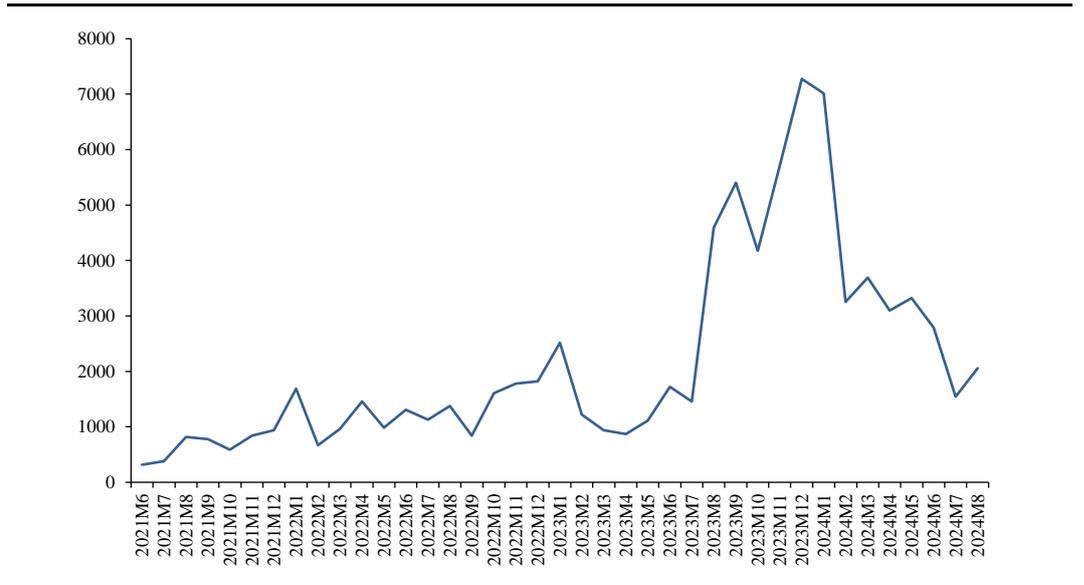
数据来源: 西麦微博、东吴证券研究所

图20: 公司 2023 年度抖音黑马奖现场



数据来源: 抖音、东吴证券研究所

图21: 西麦食品抖音渠道销售额 (单位: 万元)



数据来源：datayes! ,东吴证券研究所

**紧跟线下趋势布局零食渠道，开拓业务新增长极。**目前零食量贩渠道保持高速发展，带动零食渠道变革，发展空间大。西麦食品积极布局零食量贩渠道，与国内各量贩品牌均展开合作，2023年公司在下零食渠道同比增长超过180%，零食量贩渠道的快速发展驱动公司线下业务新增量。

图22：西麦在零食量贩渠道的陈列



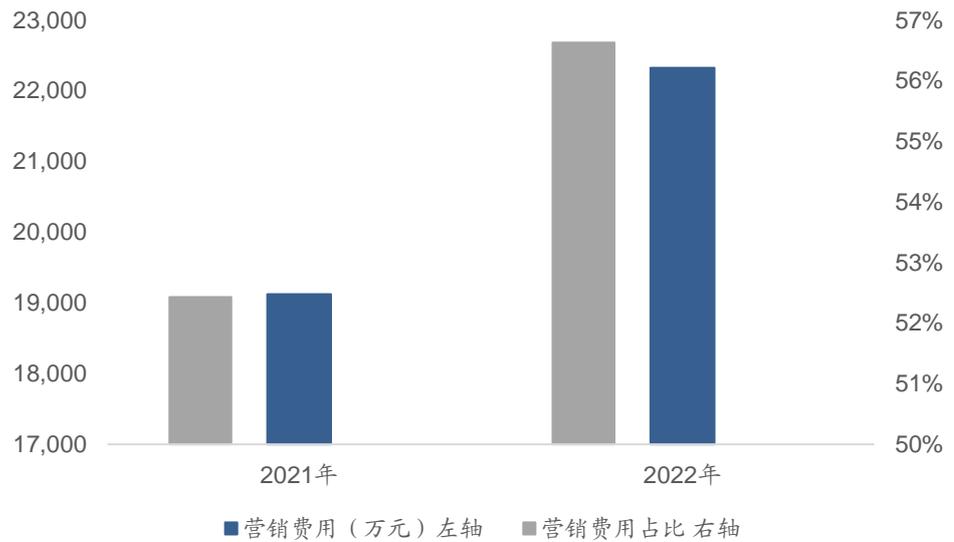
数据来源：草根调研、东吴证券研究所

### 3.1.2. 持续发力品牌建设，赋能企业发展

**营销端持续发力，深耕西麦品牌价值。**西麦深耕燕麦行业三十年，作为中国燕麦行业第一和唯一一家上市公司，其品牌有着较高的市场认可度，有稳定忠实的客户群体，其品牌力在内资企业中优势明显。此外，西麦每年支出大笔费用用以营销及品牌维护，进一步

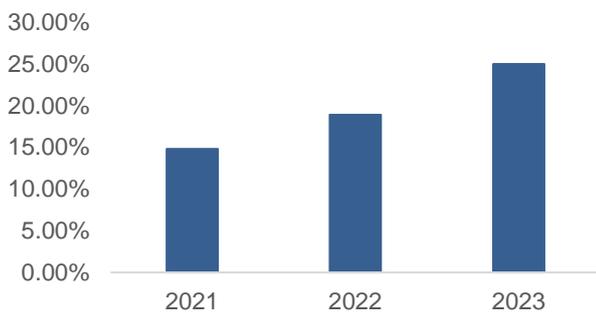
提升其品牌认可度。营销费用一部分与公司渠道变动相关，随着公司直营比例不断提升，公司对于终端的掌控力不断提升，费用也在不断上涨；另一方面，公司目前处于扩张期，其市场份额的提高离不开线上渠道及零食渠道的扩展，在线上，针对不同互联网平台制定不同的渠道发展策略，对消费者进行进一步细分，满足不同细分类型消费者的消费需求，采用 IP 化，泛娱乐化，通过明星代言、KOL、种草等营销方式进行互联网营销，进一步维护并打造品牌价值。基于燕麦市场“小而美”的特点，西麦正在通过营销端打造其品牌，在行业早期占据用户心智，打造“燕麦=西麦”概念，建立起品牌护城河。

图23: 公司近三年营销费用支出及占比



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图24: 公司近三年市占率情况



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图25: 抖音直播间



数据来源：抖音、东吴证券研究所

图26: 西麦糖酒会推广现场

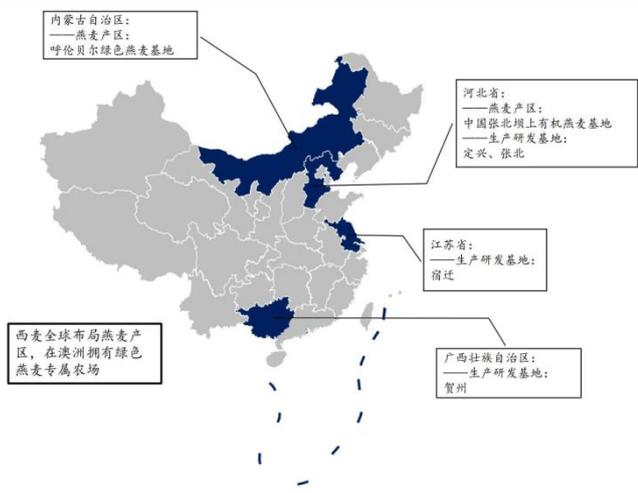


数据来源: 西麦公众号、东吴证券研究所

### 3.1.3. 构建燕麦全产业链，成本质量实现领先

西麦是中国燕麦行业唯一一家全产业链布局的 A 股上市公司。西麦构建燕麦全产业链，形成了“从田间到餐桌”完整的产业链闭环。在布局上，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；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。西麦食品的生产模式主要为自产，公司根据总体发展战略规划下达年度生产计划至生产制造中心，制造中心结合市场需求灵活制定季度和月度生产计划，在满足产品市场需求的前提下保证公司生产部门的协同高效。

图27: 西麦研发、生产基地布局



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图28: 董事长在澳洲西麦专属农场参与收割工作



数据来源: 公司公众号、东吴证券研究所

**西麦的产业链及配套设施完善。**在产业链上游，西麦签约全球公认的好燕麦黄金种植产区。从种子开始优选中澳燕麦育种专家培育的专属品种，共享“公司+基地+农户”信息资源。在产业链中游，西麦投入重金建设自有工厂。从 2003 年在广西贺州建立第一家工厂至今，还完成了江苏宿迁生产基地、河北西麦生产基地一期与二期新品工厂的建设。西麦仓库具备自动化仓储技术，分品种精准存放。拥有“航空母舰”级生产线，掌握独家切 3 段细化工艺，还有 10 万级 GMP 净化车间，全自动精准计量包装设备，绿色环保高阻隔多层薄膜复合包装。

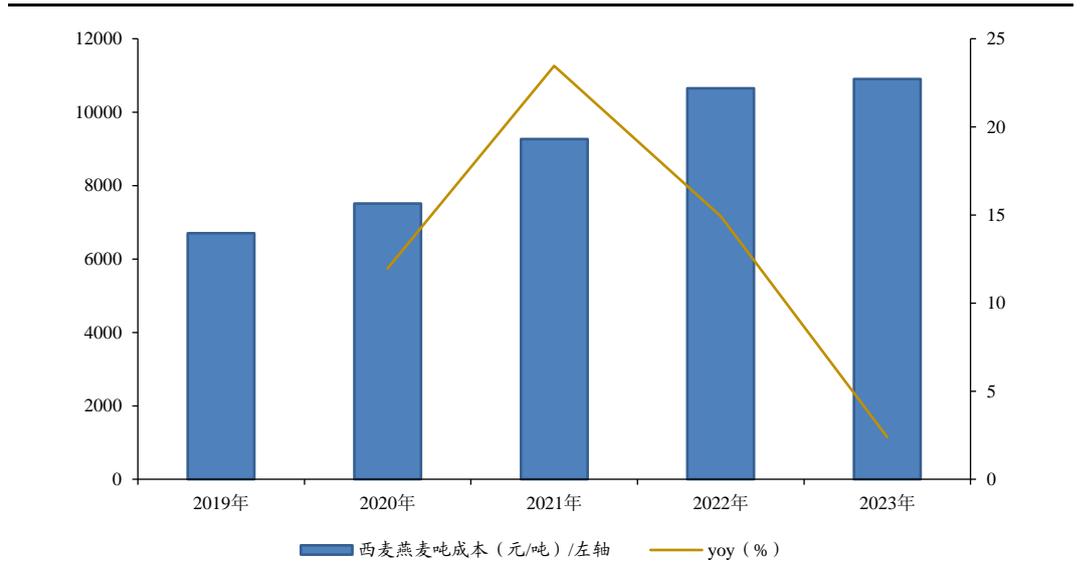
图29：西麦全球供应链专属农场战略合作签约仪式



数据来源：西麦公众号、东吴证券研究所

**西麦依托全产业链优势和规模优势，实现原材料供应的量价稳定性。**西麦的燕麦生产工厂占地少、耗能少，产出高效、增值高，是高质量发展的典型代表。到 2024 年年底，随着宿迁、贺州、定兴、张北四大基地全面完成建设，西麦在燕麦谷物领域质量成本领先优势将进一步巩固提升。近年来燕麦市场价格提升，西麦相较于竞争对手，在采购、生产、销售环节具备规模化带来的综合成本优势，西麦的燕麦吨成本变化较为平稳，2023 年燕麦吨成本同比增长 2.39%。

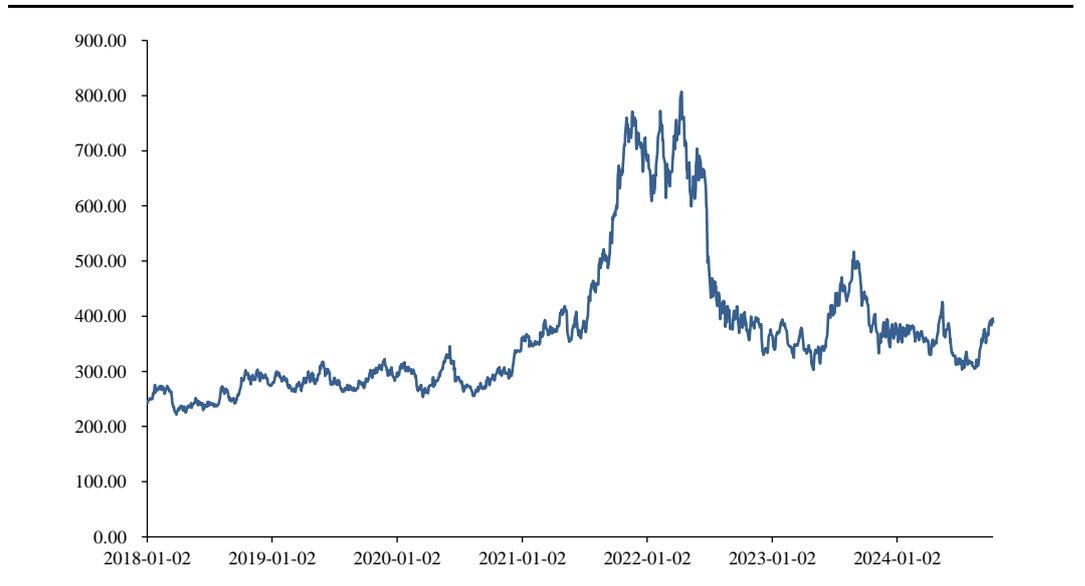
图30：西麦燕麦吨成本及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

随燕麦成本下行，利润弹性待释放。我们根据2023年公司毛利率测算燕麦成本对公司毛利率的敏感性，按招股书数据假设燕麦粒占生产成本的35%，如果燕麦粒成本下跌10%，公司毛利率有望提升1.7pct。考虑2021年以来燕麦价格整体偏高，2023年成本结构中，燕麦粒占比预计更高，因此燕麦粒成本下行对毛利率的弹性幅度或更大。预期未来随着燕麦粒成本的下行，公司毛利率将持续修复，释放弹性。

图31: CBOT 燕麦期货结算价 (单位: 美分/蒲式耳)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图32: 燕麦粒成本以及燕麦产品价格变化对公司毛利率影响的敏感性分析 (单位: pct)

燕麦销售单价Δ	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
燕麦粒成本Δ							
-10%	-3.67	-0.87	1.18	1.67	2.15	3.99	6.12
-5%	-4.59	-1.75	0.34	0.83	1.32	3.19	5.36
-1%	-5.32	-2.45	-0.34	0.17	0.66	2.55	4.75
0%	-5.50	-2.62	-0.51	0.00	0.50	2.40	4.59
1%	-5.69	-2.80	-0.67	-0.17	0.33	2.24	4.44
5%	-6.42	-3.50	-1.35	-0.83	-0.33	1.60	3.83
10%	-7.34	-4.37	-2.19	-1.67	-1.16	0.80	3.06

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

注：首行为燕麦产品销售单价变化假设；首列为燕麦粒成本单价变化假设；表格内为测算的毛利率变化值。以2023年的毛利率为基准测算；假设燕麦粒占生产成本的35%（招股书数据）

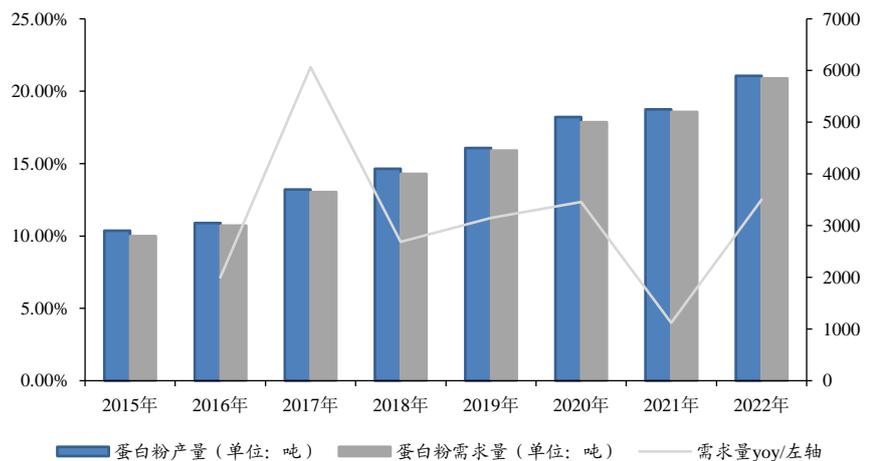
### 3.2. 外延内生齐发力，长期迈向大健康布局

公司借势大健康产业发展的风口，积极布局大健康业务。除了将研发技术、产品储备等作为大健康业务布局的重点工作，公司也通过并购、投资、孵化、业务合作等方式来推动大健康业务加速发展。

#### 3.2.1. 新品益生菌蛋白粉试水，研发推新布局大健康战略

公司加快大健康品类储备步伐，推出特别添加活性益生菌的益生菌蛋白粉。中国蛋白粉行业市场规模逐年扩大，据智研咨询测算，2015年至2022年中国蛋白粉需求量不断上升，复合增长率约11%，2022年同比增长约12.5%，西麦根据消费者对于蛋白粉的需求，结合对燕麦功能性成分应用的研究，将燕麦肽用于新上市的益生菌蛋白粉中。益生菌蛋白粉上市仅4个月，销售额超过1000万元。蛋白粉新品推出，标志着公司迈进大健康领域。

图33：2015-2022年中国蛋白粉产量和需求量及yoy

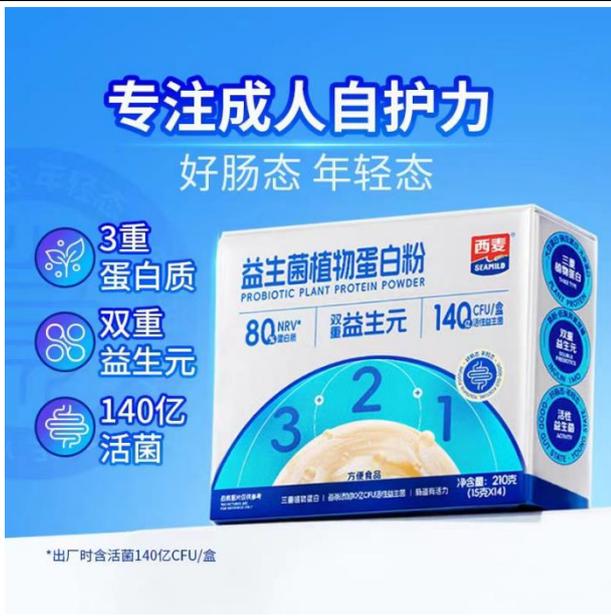


数据来源：智研咨询、东吴证券研究所

公司以研发带动产品升级，持续开发高附加值健康产品。2023年公司研发项目聚焦冲调产品、燕麦片产品、代餐类产品等市场的痛点和消费者健康新诉求，2023年有13

项研发新产品上市并实现量产。研发项目的推进进一步丰富了公司产品品类，持续提升客群跨度和消费粘度。

图34: 西麦研发新品: 益生菌蛋白粉



数据来源: 淘宝, 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 西麦研发新品: 猴头菇山药玉米糊



数据来源: 淘宝, 公司公告, 东吴证券研究所

西麦通过品牌和全渠道矩阵建设，布局长期大健康业务发展。西麦作为中国第一燕麦谷物品牌，品牌影响力持续扩大。公司拥有全国性的线下终端销售网络，采取直营和经销相结合的营销模式，树立了良好的品牌形象和市场口碑；同时公司在主流电商平台继续保持线上燕麦 TOP1，未来将继续探索创新渠道。较高的知名度和全渠道销售布局战略有力支撑大健康业务长期稳定发展。

### 3.2.2. 并购德赛康谷，切入乳品谷物配方赛道

西麦 2024 年 3 月 28 日并购成都德赛康谷食品有限公司，正式切入乳品谷物配方赛道。成都德赛康谷食品有限公司，注册资金 1500 万，拥有近 6000 平方米的厂房，是专注为国内乳品企业提供谷物解决方案的食品公司，其主要业务领域包括酸奶谷物盖和冷食谷物创新配方等，是一家专业从事谷物、坚果、膨化等方便食品的生产企业。在 2023 年，德赛康谷的营业收入实现了 65% 的同比增长，成绩斐然。其中，其核心产品酸奶谷物盖由公司自主研发，具备行业领先的定制化服务和高速响应能力。德赛康谷的主要产品酸奶盖中的原料包含燕麦，是与燕麦主线相关联的一个细分市场。西麦并购德赛康谷，符合公司在燕麦谷物领域的横向扩张需求，是公司燕麦谷物和大健康两大主导业务发展的具体体现。

图36: 成都德赛康谷

图37: 德赛康谷产品酸奶谷物盖



数据来源：公司公众号、东吴证券研究所



数据来源：公司公众号、东吴证券研究所

并购德赛康谷是西麦发展战略的布局之一，未来不排除通过业务、资本等方式进入更多燕麦细分市场的可能性。公司预计通过投资、并购、孵化等多种资本手段，选择在产品、品牌、渠道等方面与公司存在互补和高度协同的企业进行多形式、全方位的合作，扩大和延伸公司业务边际，将公司打造成为燕麦谷物和健康食品行业的绝对领导者。

#### 4. 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 20/24/29 亿元，同比增速 +27%/21%/18%，分拆业务如下：

- 1) **纯燕麦**：纯燕麦作为公司核心产品系列，公司将持续巩固纯燕麦大单品，同时随着零食量贩渠道与线上抖快兴趣电商渠道放量。我们预计 2024-2026 年直营商超渠道营业收入分别为 7.4/8.4/9.2 亿元，同比+15%/13%/10%。
- 2) **复合燕麦**：公司今年聚焦将更多资源投向复合燕麦、燕麦+等高附加值产品，预期复合燕麦仍是公司增速最快的细分品类。我们预计复合燕麦保持较快增速，2024-2026 年营业收入分别为 9.3/12.0/15.0 亿元，同比+40%/30%/25%。
- 3) **冷食燕麦**：冷食燕麦需求自去年触底反弹，市场竞争略有缓解，我们预期冷食燕麦将跟随公司全渠扩张平稳增长。我们预计 2024-2026 年公司冷食燕麦营业收入分别为 1.35/1.49/1.61 亿元，同比+13%/10%/8%。
- 4) **其他**：其他业务包括公司燕麦加工 B2B 业务，大健康领域的新品如蛋白粉、胶原蛋白肽和新并入的控股子公司收入。我们预计整体将保持较快增速，2024-2026 年公司其他部分营业收入分别为 1.99/2.39/2.87 亿元，同比+30%/20%/20%。

图38: 西麦食品主要业务收入拆分预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>纯燕麦</b>						
收入 (百万元)	573	620	644	741	837	921
同比 (%)	-1.2%	8.2%	4.0%	15.0%	13.0%	10.0%
占比%	49.6%	46.7%	40.8%	37.0%	34.5%	32.1%
成本 (百万元)	303	344	353	415	465	511
同比 (%)	13.8%	13.7%	2.6%	56.0%	12.0%	10.0%
毛利 (百万元)	270	275	291	326	373	410
毛利率	47.1%	44.4%	45.2%	44.0%	44.5%	44.5%
<b>复合燕麦</b>						
收入 (百万元)	367	494	661	925	1202	1503
同比 (%)	51.9%	34.4%	33.8%	40.0%	30.0%	25.0%
占比%	31.8%	37.2%	41.9%	46.2%	49.5%	52.3%
成本 (百万元)	189	268	336	495	642	802
同比 (%)	90.7%	42.1%	25.3%	400.4%	29.8%	25.0%
毛利 (百万元)	179	226	325	430	560	700
毛利率	48.7%	45.7%	49.2%	46.5%	46.6%	46.6%
<b>冷食燕麦</b>						
收入 (百万元)	135	98	120	135	149	161
同比 (%)	-7.9%	-27.2%	22.0%	13.0%	10.0%	8.0%
占比%	11.7%	7.4%	7.6%	6.8%	6.1%	5.6%
成本 (百万元)	71.2	54.3	63.0	75	82	89
同比 (%)	5.8%	-23.7%	16.1%	10.7%	10.0%	8.0%
毛利 (百万元)	63.8	44.0	56.9	61	67	72
毛利率	47.3%	44.8%	47.5%	45.0%	45.0%	45.0%
<b>其他</b>						
收入 (百万元)	79	116	153	199	239	287
同比 (%)	38.4%	46.9%	32.6%	30.0%	20.0%	20.0%
占比%	6.8%	8.7%	9.7%	10.0%	9.8%	10.0%
成本 (百万元)	52	89	123	159	191	229
同比 (%)	-45.1%	69.0%	38.8%	66.9%	20.0%	20.0%
毛利 (百万元)	26	27	30	40	48	57
毛利率	33%	23%	20%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>合计</b>						
收入 (百万元)	1154	1327	1578	2000	2428	2872
同比 (%)	12.6%	15.1%	18.9%	26.8%	21.4%	18.3%
成本 (百万元)	615	755	875	1,144	1,380	1,632
同比 (%)	16.5%	22.8%	15.9%	30.7%	20.7%	18.2%
毛利 (百万元)	539	572	703	857	1,048	1,240
毛利率	46.7%	43.1%	44.5%	42.8%	43.2%	43.2%

数据来源: Wind、东吴证券研究所

表1: 休闲食品可比公司估值表 (估值日 2024/10/11)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002847.SZ	盐津铺子	52	143	3.75	2.42	3.10	3.88	13.9	21.5	16.8	13.4
300783.SZ	三只松鼠	25	100	0.55	0.95	1.33	1.81	45.6	26.4	18.8	13.8
002582.SZ	好想你	6	25	-0.11	0.06	0.14	0.23		87.6	40.7	24.4
	平均							29.7	45.2	25.4	17.2
002956.SZ	西麦食品	12	28	0.52	0.55	0.73	0.91	23.9	22.6	17.0	13.6

数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 西麦食品盈利预测来自东吴证券研究所

西麦食品主业通过扩渠道、拓新品双轮驱动攫取燕麦行业份额；外延并购布局大健康赛道寻找新增长。可比公司选取盐津铺子、三只松鼠、好想你，与西麦食品均为零食公司，且系全渠道覆盖，近年线上抖快平台与线下量贩零食渠道快速放量。我们预计2024-2026年公司收入分别为20.0/24.3/28.7亿元，同比+27%/21%/18%，预计归母净利润为1.2/1.6/2.0亿元，同比+6%/33%/25%，对应PE分别为23X、17X、14X。公司估值对比同业其他休闲食品公司仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**原材料价格大幅波动：**公司成本中原材料占比较大，原材料价格如果出现大幅波动，将给公司成本控制带来较大压力，同时挤压公司的盈利空间。

**核心产品及研发新品增长不达预期：**核心产品、研发新品的营收占比较高，若产品增速不及预期，将影响公司整体营收水平。

**食品安全风险：**食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

## 西麦食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,408</b>	<b>1,692</b>	<b>2,020</b>	<b>2,410</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,578</b>	<b>2,000</b>	<b>2,428</b>	<b>2,872</b>
货币资金及交易性金融资产	975	1,069	1,311	1,613	营业成本(含金融类)	875	1,144	1,380	1,632
经营性应收款项	127	143	171	201	税金及附加	14	17	21	24
存货	246	311	368	426	销售费用	497	620	748	879
合同资产	0	0	0	0	管理费用	93	108	129	149
其他流动资产	60	169	169	170	研发费用	7	9	11	13
<b>非流动资产</b>	<b>603</b>	<b>595</b>	<b>577</b>	<b>547</b>	财务费用	(12)	(8)	(10)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	19	24	29	34
固定资产及使用权资产	369	372	363	342	投资净收益	4	5	6	7
在建工程	106	95	86	77	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	42	42	42	42	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>136</b>	<b>139</b>	<b>185</b>	<b>231</b>
其他非流动资产	85	85	85	85	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>2,010</b>	<b>2,287</b>	<b>2,597</b>	<b>2,957</b>	<b>利润总额</b>	<b>135</b>	<b>139</b>	<b>184</b>	<b>230</b>
<b>流动负债</b>	<b>540</b>	<b>704</b>	<b>851</b>	<b>1,008</b>	减:所得税	20	17	21	26
短期借款及一年内到期的非流动负债	75	76	76	76	<b>净利润</b>	<b>115</b>	<b>122</b>	<b>163</b>	<b>203</b>
经营性应付款项	267	359	452	553	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	123	160	194	230	<b>归属母公司净利润</b>	<b>115</b>	<b>122</b>	<b>163</b>	<b>203</b>
其他流动负债	75	109	129	149	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.55	0.73	0.91
非流动负债	11	11	11	11	EBIT	109	130	174	215
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	144	168	212	254
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.55	42.83	43.16	43.18
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.32	6.09	6.70	7.08
其他非流动负债	11	10	10	10	收入增长率(%)	18.89	26.77	21.35	18.29
<b>负债合计</b>	<b>551</b>	<b>715</b>	<b>862</b>	<b>1,019</b>	归母净利润增长率(%)	6.08	5.61	33.45	25.03
归属母公司股东权益	1,459	1,572	1,735	1,938					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,459</b>	<b>1,572</b>	<b>1,735</b>	<b>1,938</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,010</b>	<b>2,287</b>	<b>2,597</b>	<b>2,957</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	120	242	260	308	每股净资产(元)	6.53	7.04	7.77	8.68
投资活动现金流	98	(138)	(15)	(4)	最新发行在外股份(百万股)	223	223	223	223
筹资活动现金流	(129)	(10)	(2)	(2)	ROIC(%)	6.07	7.20	8.89	9.94
现金净增加额	90	94	243	302	ROE-摊薄(%)	7.91	7.76	9.38	10.50
折旧和摊销	35	37	39	39	资产负债率(%)	27.43	31.26	33.19	34.45
资本开支	(128)	(31)	(21)	(11)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.92	22.65	16.97	13.57
营运资本变动	(18)	82	61	69	P/B(现价)	1.89	1.76	1.59	1.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>