

银发经济行业专题

食品饮料篇——掘金银发餐桌，从“吃饱”到“吃对”

优于大市

核心观点

银发一族：有钱、有闲、有健康焦虑的优质消费者。2025 年我国 60 岁及以上人口已达 3.2 亿，占总人口比重上升至 23%，较 2024 年上升了 1 个百分点，标志着我国已正式迈入中度老龄化社会。中国老龄化科学研究中心预计 2035 年前后，我国银发族人口数量将突破 4 亿，到 2050 年左右突破 5 亿。当前社会银发族经济基础较好、收入稳定性较强、健康意识显著提升，正经历消费观念重塑，倾向于“悦己型”和“健康投资型”消费。

健康食品成为蓝海市场。人口结构的剧烈变动，为银发经济创造了前所未有的需求基数。据中国老龄科学研究中心，2023 年我国银发经济规模约为 7 万亿元，占 GDP 比重约 6%，预计到 2035 年，银发经济规模有望达到 30 万亿。随着年龄增长，银发族代谢功能下降，高血压、高血糖、高血脂成为困扰中国老年群体的普遍问题，这直接导致了饮食结构的被迫调整，健康属性从可选变为刚需。

西麦食品：健康食品新兴赛道，龙头西麦布局深入。西麦食品从燕麦谷物赛道起步，历经三十余年发展历程，已完成从区域性品牌向全国行业龙头的蜕变。2024 年公司正式发布了新战略规划，明确继续围绕“健康产业”这一核心发展主线，积极布局“燕麦谷物、大健康”两大业务。燕麦是一种健康食品的天然优质原料，其主要成分 β -葡聚糖的健康属性得到美国食品药品监督管理局以及其他全球多国相关部门的认可。2024 年我国燕麦行业市场规模 121 亿元，人均燕麦消费量仍低。西麦食品为燕麦行业龙头，2024 年以 26.0% 的市占率占据榜首，在渠道、品牌、供应链等方面展现竞争优势。我们认为公司主要看点有三：1) 饮食健康化、人口老龄化趋势促进燕麦食品渗透率加速提升，西麦食品全渠道布局深化、加速产品研创，有望最大程度受益于燕麦食品市场扩张；2) 大健康食品业务发展进程加快，2025 年新推出药食同源粉剂类产品及功能性食品，大健康新品打开长期空间；3) 预计 2026 年燕麦成本延续回落，将为公司带来利润弹性。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 22.6/27.6/32.5 亿元，同比+19.2%/+22.1%/+17.7%；实现归母净利润 1.8/2.6/3.1 亿元，同比+33.0%/+44.2%/+22.5%。我们预计公司合理估值为 30.9-34.3 元，较当前股价有 8%-20% 的溢价空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：行业内卷式竞争；公司新品类打造不及预期；原材料价格大幅波动；食品安全与质量问题；市场资金波动加剧等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
002956.SZ	西麦食品	优于大市	28.56	6,376	1.14	1.40	25.0	20.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

食品饮料

优于大市 · 维持

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《食品饮料周报（26 年第 6 周）-白酒春节动销渐起，预制菜国标公开征求意见》——2026-02-09
- 《食品饮料周报（26 年第 5 周）-白酒底部信号增多，关注春节旺季动销表现》——2026-02-03
- 《食品饮料周报（26 年第 4 周）-各品类春节备货有序进行，预制菜国标将征求意见》——2026-01-26
- 《食品饮料行业 2025 年四季度基金持仓分析-食品饮料板块超配比例略有回升，乳品、预加工食品等获得增持》——2026-01-25
- 《食品饮料行业掘金系列专题报告（一）-挖掘成本红利，把握优质龙头的盈利改善机会》——2026-01-19

内容目录

1 银发一族：有钱、有闲、有健康焦虑的优质消费者	5
1.1 人口结构剧变孕育银发经济繁荣	5
1.2 健康食品成为蓝海市场	6
2 银发餐桌相关标的：从“吃饱”到“吃对”	7
西麦食品：健康食品新兴赛道，龙头西麦布局深入	7
3 风险提示	27

图表目录

图 1: 银发族人口数量（万人）及占比	5
图 2: 银发经济市场规模（万亿元）	5
图 3: 中国城镇居民资产按照户主年龄分布（万元），2019 年	6
图 4: 中国银发群体月收入分布（万人）	6
图 5: 西麦食品公司发展历程图	8
图 6: 西麦食品公司股权结构图（截至 2026 年 02 月 03 日）	8
图 7: 西麦食品营业收入拆分（按产品）	9
图 8: 西麦食品主要产品毛利率（%）对比	10
图 9: 西麦食品综合毛利率（%）	10
图 10: 西麦食品直营渠道、经销渠道对比	11
图 11: 西麦食品渠道结构，2024 年	11
图 12: 中国早餐燕麦市场规模（亿元）	11
图 13: 各国燕麦人均消费量（kg），2023 年	11
图 14: 中国燕麦食品主要参与者	13
图 15: 中国早餐燕麦市场竞争格局	13
图 16: 中国早餐燕麦市场集中度	13
图 17: 多国燕麦市场 CR3 对比，2023 年	14
图 18: 我国各零售渠道销售额占比变化	14
图 19: 我国居民人均主要粮食消费量	15
图 20: 精制谷物与全谷物食品的优劣势对比	15
图 21: 《国家全谷物行动计划（2024—2035 年）》内容提要	16
图 22: 燕麦与其他常见的全谷物食品对比	16
图 23: 中国燕麦市场头部公司市占率，2024 年	17
图 24: 西麦食品的生产基地及燕麦种植基地布局	17
图 25: 西麦食品在抖音平台的 GMV（亿元）	18
图 26: 2025 年第三季度西麦食品在量贩零食渠道推出的新品	18
图 27: 西麦食品在线下传统渠道的策略升级	19
图 28: 2025 年西麦食品新推出的大健康产品系列	20
图 29: 中国进口燕麦数量及进口自澳大利亚的比例	22
图 30: 2024/2025 产季全球燕麦产量分布	22
图 31: CBOT 燕麦期货结算价	22
图 32: 人民币兑美元汇率变动	22
图 33: 中国自澳大利亚进口燕麦均价	23
图 34: 澳大利亚燕麦产量及种植面积变化趋势	23
图 35: 全球燕麦产量变化趋势，2015-2024 年	23
图 36: 甘源食品 PE-ttm 变化	27
图 37: 有友食品 PE-ttm 变化	27

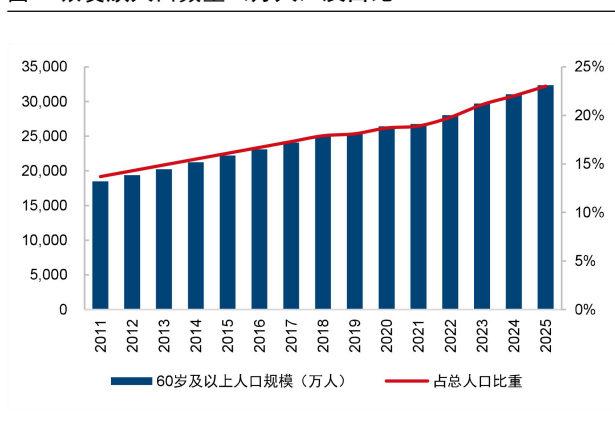
表1：中国银发经济相关政策文件梳理表	6
表2：西麦食品生产基地布局	10
表3：2020-2024 年西麦食品电商业务进展梳理	17
表4：西麦食品业务拆分（单位：百万元）	24
表5：西麦食品 2025-2027 年盈利预测表（单位：百万元）	25
表6：公司盈利预测假设条件	26
表7：资本成本假设	26
表8：可比公司估值表	27

1 银发一族：有钱、有闲、有健康焦虑的优质消费者

1.1 人口结构剧变孕育银发经济繁荣

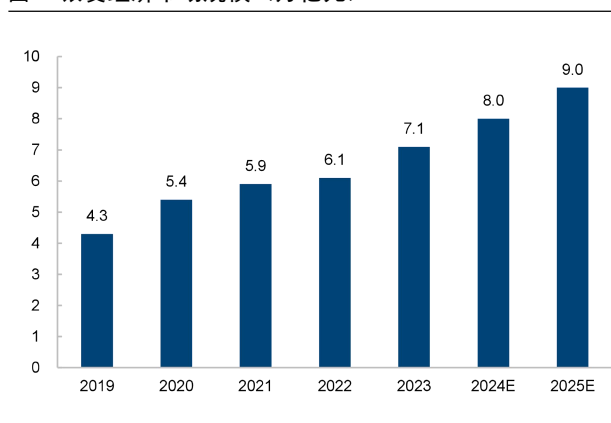
银发族通常指 60 岁及以上的老年群体。根据国家统计局发布的最新数据，截至 2025 年末，中国总人口为 14.05 亿，连续四年出现负增长。然而，在总人口减少的背景下，老年人口数量却呈现加速上升趋势。2025 年我国 60 岁及以上人口已达 3.2338 亿，占总人口比重上升至 23%，较 2024 年上升了 1 个百分点；其中，65 岁及以上人口达到 2.2365 亿，占比 15.9%。这一数据标志着中国已正式迈入中度老龄化社会，并加速向深度老龄化过渡。中国老龄化科学研究中心预计 2035 年前后，我国银发族人口数量将突破 4 亿，到 2050 年左右突破 5 亿。庞大的人口基数，加之近年来银发族消费观念的变化，银发族将是未来消费市场中不可忽视的一股力量。

图1：银发族人口数量（万人）及占比



资料来源：iFind，国家统计局，新华网，国信证券经济研究所整理

图2：银发经济市场规模（万亿元）



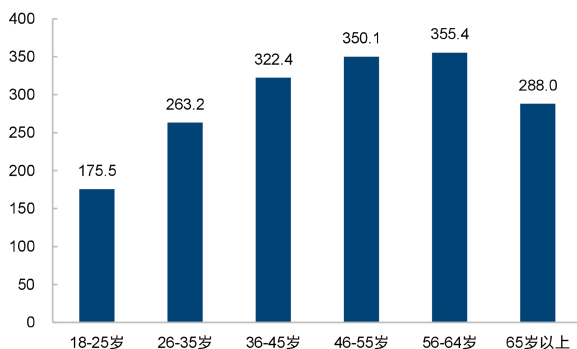
资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

当前的银发族具有以下显著的特征，他们正在重塑老年消费市场：

- ◆ 1) **经济基础较好，收入稳定性较强**：一方面，自 2021 年起，中国进入退休高峰期，上世纪 60 年代“婴儿潮”出生的人群集中步入退休年龄，这部分人群不仅数量庞大，而且其生命周期伴随着中国改革开放的红利期，积累了远超上一代老年人的财富，拥有储蓄、房产等资产；另一方面，国家养老保障体系不断完善，自 2005 年起养老金持续上调，银发族的退休金和养老金收入稳定，据光明网，截至 2023 年底，我国基本养老保险覆盖率已经超过 95%，使得银发族具备了持续的购买力。
- ◆ 2) **消费观念重塑，健康意识提升**：不同于传统老年人的“节俭储蓄型”消费，新老人更倾向于“悦己型”和“健康投资型”消费。我国政府不断完善老年健康服务政策体系，强调加强老年健康教育和预防保健，通过多种渠道普及健康知识，这使得老年人对健康的认知逐步建立，主动锻炼身体、进行体检、疾病早筛和健康管理成为普遍共识，他们也愿意为高品质、功能性、能改善生命质量的食物支付溢价。同时银发族利用数字工具获取健康信息和服务的能力增强，推动了健康意识的提升。据光明网，60-79 岁老年人经常锻炼的比例达 26.1%，而 80 岁以上高龄老人的活跃参与率也保持在 14.7%。丁香医生发布的

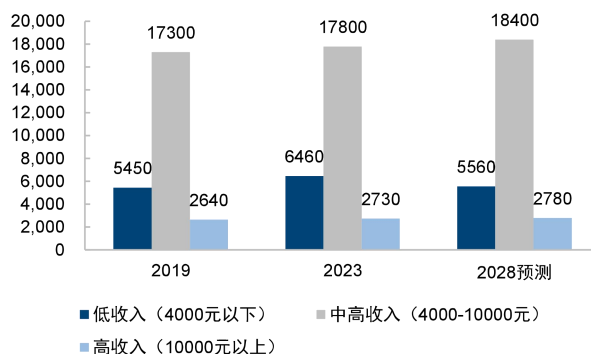
《2022 国民健康洞察报告》指出，中老年人的饮食习惯变得更健康，注重饮食清淡、营养搭配与饮食规律，85%左右的人会进行定期体检。

图3: 中国城镇居民资产按照户主年龄分布（万元），2019年



资料来源：中国人民银行，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图4: 中国银发群体月收入分布（万人）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

这种人口结构的剧烈变动，为银发经济创造了前所未有的需求基数。据中国老龄科学研究中心，2023 年我国银发经济规模约为 7 万亿元，占 GDP 比重约 6%，预计到 2035 年，银发经济规模有望达到 30 万亿。

近年来，国务院及相关部委密集出台了多项支持银发经济发展的政策文件，确立了“积极应对人口老龄化”的国家战略地位。例如国务院办公厅发布的《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》是首个以“银发经济”命名的专项文件，明确提出了发展抗衰老产业、丰富老年食品供给的战略方向。在制定“十五五”规划的建议中，明确提出要“积极应对人口老龄化”并“发展银发经济”，将其提升至国民经济重要支柱的高度。这表明国家对银发经济的支持将具有长期性和连续性。

表1: 中国银发经济相关政策文件梳理表

时间	政策文件/会议	核心要点
2019 年 11 月	《国家积极应对人口老龄化中长期规划》	提出发展银发经济，着力推动增加为老服务和产品有效供给。
2020 年 10 月	党的十九届五中全会	把积极应对人口老龄化上升为国家战略，标志着老龄工作进入国家战略新阶段。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	提出发展银发经济。
2021 年 11 月	《中共中央国务院关于加强新时代老龄工作的意见》	提出积极培育银发经济。
2021 年 12 月	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	提出大力发展银发经济。
2023 年 12 月	中央经济工作会议	把发展银发经济作为 2024 年的重点经济工作之一。
2024 年 1 月	《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》	首次对银发经济概念进行界定，提出了发展银发经济的 26 项具体任务，对促进发展和增进福祉具有重要意义。
2025 年 3 月	《提振消费专项行动方案》	积极发展抗衰老、银发旅游等产业，提出释放银发消费市场潜力。

资料来源：中国政府网，求是网，国信证券经济研究所整理

1.2 健康食品成为蓝海市场

随着年龄增长，代谢功能下降，高血压、高血糖、高血脂（“三高”）成为困扰

中国老年群体的普遍问题。这直接导致了饮食结构的被迫调整，健康属性从“可选”变为“刚需”，使得高品质健康食品或功能性食品成为了蓝海市场。

- ◆ 低 GI 需求：为了控制血糖，精细碳水化合物（如白米饭、面条）的摄入受到限制，全谷物食品（如燕麦、荞麦）因其低升糖指数成为主食替代的首选。
- ◆ 心血管健康：对降低胆固醇功能性食品的需求激增。例如燕麦中的 β -葡聚糖被广泛证实有助于降低胆固醇，这使其成为银发餐桌上的重要单品。
- ◆ 肠道健康与免疫力：随着消化功能减弱，高膳食纤维、益生菌类产品成为刚需，以改善肠道微生态和提升免疫力。
- ◆ 便捷化需求：随着独居老人的增加，冲饮类、即食类产品的便捷性成为重要考量因素。例如粉剂类产品因其易冲泡、易吸收的特点，正逐渐取代部分传统颗粒状麦片，成为新宠。

2 银发餐桌相关标的：从“吃饱”到“吃对”

前言：我们认为银发经济的投资机会源于“适老化”需求，比如老年人偏好健康、便捷、情感化的产品，而非单纯“老年专用”；行业存在“供给不足”和“供给错配”问题，注重科研的功能性产品将获青睐。本章我们聚焦食品饮料板块中银发经济受益标的，品类上包括成人奶粉、保健品、功能性食品等，考虑到成人奶粉在乳企占比不高，保健食品的快消品属性增强，品牌类公司获客成本高且竞争激烈，而目前较好的商业模式多为加工制造为主，比如仙乐健康，因此目前我们重点推荐在银发心智中占据领导地位的燕麦龙头西麦食品。

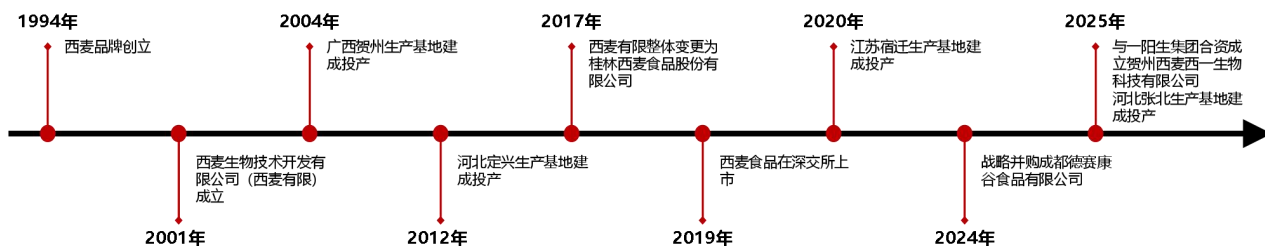
西麦食品：健康食品新兴赛道，龙头西麦布局深入

公司概况

1994 年，谢庆奎先生于 1994 年在广西贺州（原贺县）创立西麦品牌，开始进军中国燕麦谷物市场。2001 年上市公司的前身——桂林西麦生物技术开发有限公司（西麦有限）在广西桂林正式注册成立，2017 年西麦有限整体变更为股份有限公司，即现上市公司主体桂林西麦食品股份有限公司。2019 年 6 月，西麦食品在深圳证券交易所挂牌上市，被誉为“中国燕麦第一股”。

从燕麦谷物起步，逐步拓展大健康新市场。在长达三十余年的发展历程中，西麦食品专注于燕麦谷物赛道，完成了从区域性品牌向全国行业龙头的蜕变。2024 年，在西麦品牌创立三十周年之际，公司正式发布了面向未来的新战略规划，继续围绕“健康产业”这一核心发展主线，从燕麦早餐出发，积极布局“燕麦谷物、大健康”两大业务。这一战略升级的标志性进程包括：2024 年战略并购成都德赛康谷食品有限公司，将公司燕麦谷物业务横向拓展至酸奶谷物盖市场；2025 年 7 月公司与一阳生集团合资成立贺州西麦西一生物科技有限公司，一阳生集团发挥在发酵生物技术研发上的优势，西麦食品则发挥品牌、渠道、全产业链资源优势，共同推动在大健康新市场中加速布局。

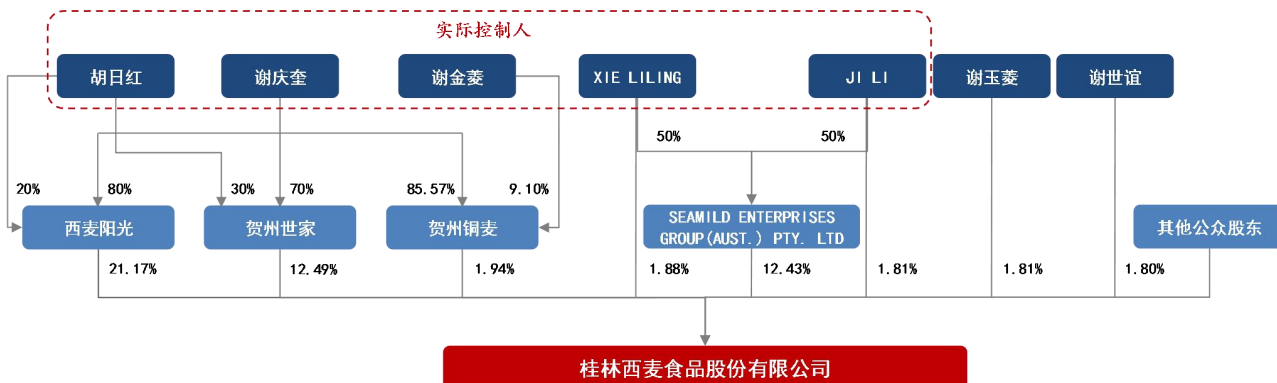
图5：西麦食品公司发展历程图



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

创始人谢庆奎先生及其家族成员实际控制西麦食品。西麦食品呈现出典型且稳固的家族式企业股权特征，这种集中的股权结构在消费品行业往往意味着更强的战略定力和执行效率。公司的实际控制人为创始人谢庆奎先生及其家族成员，包括其配偶胡日红女士、女儿谢金菱女士、谢玉菱女士、儿子谢世谊先生以及女婿李骥先生（Ji Li），合计实际控制上市公司 51.6% 股份。具体而言，谢氏家族主要通过西麦阳光、贺州世家、Seamild Enterprises Group (Aust.) Pty. Ltd（简称“澳洲西麦”）三个核心持股平台对上市公司实施有效控制。除此之外，谢氏家族成员谢玉菱女士、谢世谊先生等人也直接持有公司部分股份。

图6：西麦食品公司股权结构图（截至 2026 年 02 月 03 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

拥抱现代化企业治理制度，2025 年推出新一期员工持股计划。西麦食品虽然是家族控股，但在公司治理上并未排斥现代企业制度，反而积极通过股权激励机制吸纳和绑定外部专业人才。公司已有贺州铜麦这一员工持股平台，让核心骨干分享企业成长的红利。2025 年，公司又推出了新一期的员工持股计划，覆盖了包括总经理孙红艳、财务总监张志雄在内的核心高管及骨干员工。该计划设定了具有挑战性的业绩考核目标——以 2024 年营业收入为基数，2025-2027 年的营业收入增长率分别不低于 15%、32.25% 和 52.09%，即 2025-2027 年的营业收入同比增速不低于 15%。这一举措不仅彰显了管理层对公司未来发展的信心，更有效地将职业经理人团队的利益与股东利益深度绑定，激发了组织活力。这种家族控制与职业化管理相结合的治理模式，为西麦食品的稳健前行奠定了坚实的制度基础。

产品：“3”（燕麦谷物类）+ “1”（大健康类）产品矩阵构建完成。燕麦谷物大类中分有三条产品线：复合燕麦片、纯燕麦片、冷食燕麦片，2025 年上半年营收占比分别为 48.4%、36.6%、7.5%。2024 年战略升级以来，公司加速研发上市大

健康类产品，包括蛋白粉类、药食同源粉剂类、功能型饮品等产品。目前大健康产品收入体量尚小，故公司定期报告中尚未单独拆分出大健康产品线。具体来看：

- ◆ **纯燕麦系列**：这是公司的传统优势品类，该系列产品以 100%纯天然燕麦为原料，不添加任何其他成分，主打健康、营养的早餐场景。凭借公司在燕麦原料采购和加工工艺上的深厚积累，西麦的纯燕麦产品在口感、麦香和营养保留方面均处于行业领先水平。2024 年纯燕麦系列贡献了约 7.1 亿元收入，营收占比 37.2%。
- ◆ **复合燕麦系列**：复合燕麦片是近年来公司着力发展的品类，该系列产品在纯燕麦的基础上，根据科学的营养配比，添加了牛奶、水果干、坚果或其他谷物等有益成分，满足了消费者对口感、营养和便捷性的复合型需求。例如高钙牛奶燕麦片、五红谷物燕麦片、五黑谷物燕麦等产品。2023 年复合燕麦系列收入已超越纯燕麦系列成为公司最大收入来源，2024 年收入占比 44.9%。
- ◆ **冷食燕麦系列**：为了迎合年轻消费群体的饮食习惯和休闲零食化的趋势，公司推出了烘焙燕麦、燕麦脆、燕麦棒等一系列产品。这类产品开袋即食，拓展了燕麦的消费场景，从单一的早餐延伸至办公室下午茶、运动后补充、代餐等多元化场景。这一产品线的布局，有助于公司捕捉新的市场增量，提升品牌在年轻消费者中的渗透率。冷食燕麦曾是公司的短板，但近年来通过内生研发和外延并购（如收购德赛康谷）加速补齐。2024 年冷食燕麦收入约 1.5 亿元，收入占比 7.8%。
- ◆ **大健康系列**：针对食养、控糖、减肥、肠道调理等需求推出的创新产品。产品形态开始突破传统的“片状”物理形态，向粉剂、液体、肽类等深加工形态演进，例如“药食同源”概念的黑芝麻核桃黑豆粉、红豆薏米粉等谷物冲调类饮品，以及红参阿胶肽饮、胶原蛋白肽饮、燕麦营养素饮品、益生元西梅燕麦发酵饮品等运用了酶解、发酵等生物技术的产品。虽然该系列目前收入占比低，但它代表了公司未来的战略发展方向，即从“燕麦专家”向“谷物健康食品平台”转型，为公司长远发展打开了想象空间。

图7：西麦食品营业收入拆分（按产品）

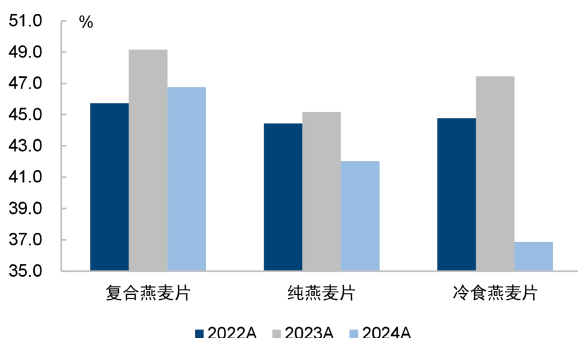
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	CAGR (2016-2024)
营业收入（百万元）										
复合燕麦片	229	239	285	339	242	367	494	661	851	17.8%
纯燕麦片	388	460	538	607	579	573	620	644	706	7.8%
冷食燕麦片					147	135	98	120	149	-
其他主营业务	10	13	19	19	45	62	93	110	136	39.3%
其他业务	4	7	8	7	12	17	22	43	54	36.8%
营业收入占比										
复合燕麦片	36.3%	33.3%	33.5%	34.9%	23.6%	31.8%	37.2%	41.9%	44.9%	-
纯燕麦片	61.5%	63.9%	63.3%	62.4%	56.5%	49.6%	46.7%	40.8%	37.2%	-
冷食燕麦片					14.3%	11.7%	7.4%	7.6%	7.8%	-
其他主营业务	1.5%	1.9%	2.3%	2.0%	4.4%	5.4%	7.0%	7.0%	7.2%	-
其他业务	0.7%	0.9%	0.9%	0.7%	1.2%	1.5%	1.7%	2.7%	2.9%	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主力产品中，复合燕麦系列产品的毛利率最高，纯燕麦系列毛利率相对较低，主因纯燕麦系列加工程度较低、同质化程度相对较高。近年来，复合燕麦系列收入占比的持续提升对综合毛利率的提升有正向作用。但 2020 年-2024 年间，公司综合毛利率呈现下行趋势，主要系受到 2021-2022 年间能源及运输成本上涨显著，2023 年燕麦原粮价格受主产区持续高温、干旱等极端天气影响而大幅走高，以及低毛利率渠道占比逐渐提升的影响。2025 年以来，燕麦原料价格回落，公司毛利

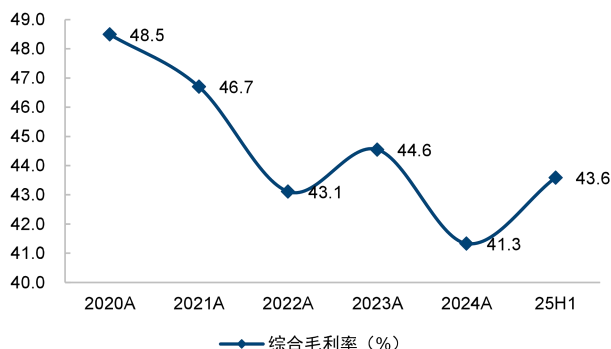
率开始修复。

图8: 西麦食品主要产品毛利率(%)对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 西麦食品综合毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产能: 四大生产基地辐射全国。公司的生产模式主要为自产。2004年广西贺州生产基地建成投产, 巩固了南方市场的供应大盘。随后公司北上, 于2012年建成河北定兴生产基地, 正式吹响了进军北方市场的号角。2018年, 公司进一步向上游延伸, 在河北张北建立有机燕麦种植基地。上市后, 公司加快了产能建设步伐, 2020年江苏宿迁生产基地投产, 2025年9月河北张北生产基地竣工投产。至此, 公司四大生产基地完成对华南、华北、华东市场的覆盖, 为西麦在全国范围内的深度分销提供了坚实的供应链保障。

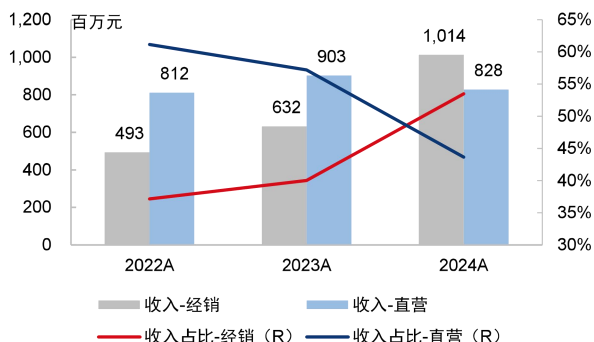
表2: 西麦食品生产基地布局

生产基地	投产时间	核心定位	补充说明
广西贺州生产基地	2004年3月	首个自有生产基地, 辐射华南市场	累计产值超60亿元, 集产业园、研学、直播、旅游于一体的创新型生态工厂
河北定兴生产基地	2012年10月18日	北方核心生产、物流及销售中心, 辐射华北市场	生产制造能力远超同行, 大幅提升北方市场供应效率
江苏宿迁生产基地	2020年5月(一期); 2025年8月(二期)	东部战略枢纽, 大健康产品研发中心	一期年产值超8亿元, 二期投资超1.5亿元, 预计年产值6亿元
河北张北生产基地	2025年9月9日	有机燕麦专业生产基地, 高端产品制造中心	年加工能力2万吨, 通过中国、欧盟、美国有机三认证

资料来源: 公司官网, 公司公告, 今日头条, 张家口日报, 中国日报, 宿迁经济技术开发区管委会, 国信证券经济研究所整理

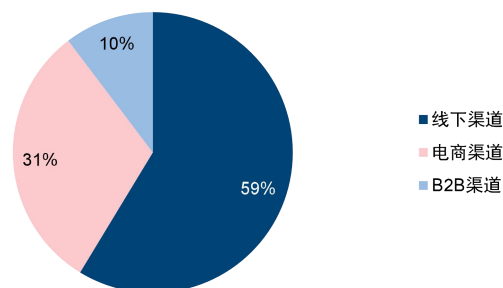
渠道: 渠道网络覆盖全国绝大多数地区, 经销、直营均衡发展。分销售模式看, 公司主要销售模式为经销模式与直营模式, 2024年收入占比分别为53.5%/43.6%。2024年末公司拥有1920家经销商客户, 其中南方区/北方区分别828/1092家, 平均单个经销商客户贡献收入56万元。直营模式主要指公司与部分大中型商超、食品类企业等直接签订销售合同达成购销关系, 或者通过公司自营电商平台直接对外销售产品。分渠道类型看, 线下渠道占比最大, 包含连锁商超、小型超市、便利店、批发市场及其他渠道, 线下营销网络覆盖全国除港澳台以外的所有省、自治区和直辖市, 2024年线下渠道收入占比约59%; 其次是电商渠道, 公司已覆盖各类传统电商与兴趣电商平台, 并在主流电商平台上保持线上燕麦品类销售TOP1, 2024年电商渠道收入占比约31%, 其中约四成来自抖音渠道; 另外约10%收入来自B2B渠道(包括贸易、OEM)。

图10: 西麦食品直营渠道、经销渠道对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 西麦食品渠道结构，2024 年



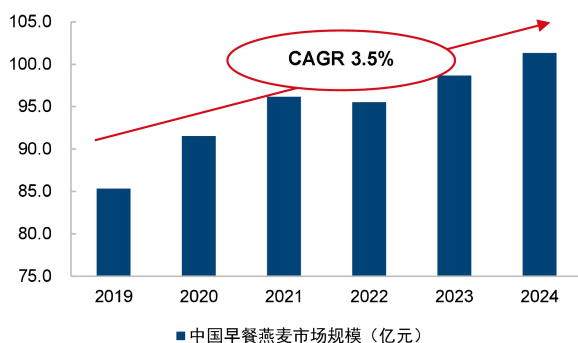
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业概况

燕麦系健康食品的天然优质原料，其健康属性得到多国认可。燕麦是一种富含膳食纤维、支链氨基酸、不饱和脂肪酸、生物碱、矿物质等多种功能成分的谷类食品，具有很好的降糖降脂、抗氧化、提高免疫力功效。1997 年美国食品药品监督管理局（FDA）发布的对燕麦的健康声明称，每天摄入至少 3 克来源于燕麦的 β -葡聚糖将有助于降低罹患心脏病的风险。此后，全球多个行政区域也批准了关于燕麦的核心成分 β -葡聚糖的健康声明，包括欧盟，美国，加拿大，马来西亚，澳大利亚和新西兰。

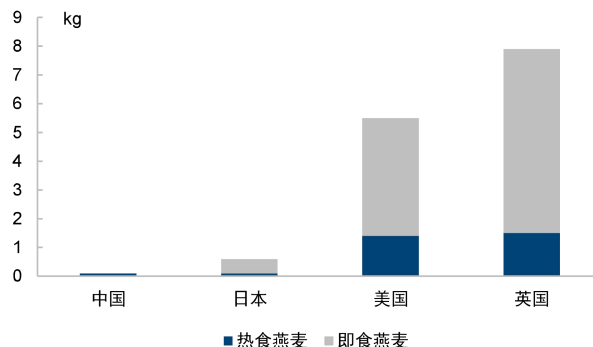
我国燕麦行业市场规模已突破 100 亿元，人均燕麦消费量仍低。据头豹研究院，我国燕麦行业市场规模在 2023 年已经突破 100 亿元，达到 110 亿元，预计 2024 年市场规模达到 121 亿元。目前我国燕麦食品市场以早餐燕麦谷物产品为主导，据 Euromonitor，2024 年中国早餐燕麦行业的零售市场规模为 101.3 亿元人民币，中国早餐燕麦市场规模在 2019-2024 年间呈现出个位数增长的稳健态势。而从人均早餐燕麦消费量来看，2024 年我国人均燕麦消费量只有 0.1kg，远低于欧美发达国家，也低于邻国日本，表明我国燕麦食品产业仍然处于发展早期，未来扩容潜力仍大。

图12: 中国早餐燕麦市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图13: 各国燕麦人均消费量（kg），2023 年



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

伴随着国民健康意识提升叠加消费人群、消费场景扩张，预计燕麦食品行业持续扩容。当前社会经济发展过程中出现了一些有利于燕麦行业发展的变化，其中既有人口结构深层次变化的中长期趋势，又有国民健康意识的提升，以及燕麦行业在龙头引领下加速创新、吸引更多的年轻消费群体并进入更多的消费场景。因此我们预计未来 3-5 年燕麦食品行业的扩容速度将快于 2019-2024 年燕麦早餐市场规模的年均复合增速。具体来看：

- ◆ **中老年消费群体的基数持续扩大：**中老年群体的消化、代谢等身体机能弱于青少年，对于具有心血管保健、血糖管理等功效的健康食品需求日益增长，而燕麦富含 β -葡聚糖，在控制血糖、降低胆固醇方面的功效已获得包括美国 FDA 在内的全球权威机构认证，因此燕麦成为中老年人健康早餐和日常膳食的理想选择。中国社会老龄化进程加速，据西麦食品 2024 年年度报告，未来三十年中国老年化人口占比预计至少提高一倍，这将进一步扩大燕麦基础客群的数量。
- ◆ **燕麦食品正在年轻消费群体中逐渐渗透：**除了“银发族”，“Z 世代”同样是当代消费主力军之一。我们关注到，在全球性公共卫生事件，年轻消费群体对于健康的关注度在加速提升，他们追求健康的生活方式，追求高蛋白、低 GI（升糖指数）、清洁标签等，对代餐、轻食、功能性零食的需求旺盛，为燕麦消费场景的多元化提供了土壤。与此同时，燕麦加工工艺的进步和新产品形态的开发更好的满足了年轻人对燕麦产品食用的便捷性、时尚性、口味和口感及质地等多元化的需求，正在逐步推动年轻人对燕麦产品的消费。
- ◆ **燕麦食品消费场景趋于多元化：**传统的燕麦消费主要集中在家庭早餐场景。而如今，随着行业龙头引领产品形态加速创新（如即食燕麦片、燕麦能量棒、燕麦零食、燕麦饮品等），燕麦的消费场景已经扩展到办公室、健身房、户外运动、差旅途中等，人均消费频次和客单价均有提升空间。

我国燕麦食品市场的其他参与者主要包括以下几类：

- 1) **头部国产品牌：**以西麦、智强食品旗下智力品牌为代表。其中西麦品牌的先发优势、全产业链布局优势更为突出，叠加其强大的渠道渗透能力，成为当前燕麦食品市场的绝对龙头。智力品牌更加聚焦在中老年食品市场，以垂直细分构建差异化壁垒，主打产品包含无蔗糖燕麦片、中老年营养燕麦片、中老年核桃粉等。
- 2) **国际知名品牌：**如百事旗下的桂格（Quaker）、卡乐比旗下 Fruga、雀巢公司旗下 Nesvita 等。这些品牌在全球范围内拥有较高的知名度，产品标准化程度高，主要占据国内一二线城市的高端市场，某些国际品牌在特定细分品类（如水果麦片）上保有优势。
- 3) **新兴互联网品牌：**近年来涌现出一些以线上渠道为主的新锐品牌，如王饱饱、欧扎克等，它们擅长内容营销和社交媒体推广，产品设计新颖，精准切入年轻消费群体，这类品牌主要盘踞在冷食燕麦领域，但在供应链底蕴和线下渠道上相对薄弱。
- 4) **区域性品牌及代工企业：**众多中小型企业特定区域或细分市场占据一定份额，或者为大型商超提供代工产品。

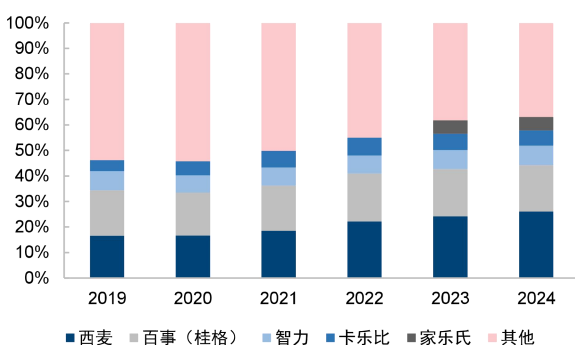
图14: 中国燕麦食品主要参与者

玩家类型	头部国产品牌		国际知名品牌		新兴互联网品牌	区域性品牌及代工企业
代表品牌	西麦 	智力 	桂格 	卡乐比Frugra 	王饱饱、欧扎克等 	阴山优麦等 
零售额体量	约26亿	约8亿	约18亿	约6亿	单品牌低于5亿	体量较小
策略	多品类、全渠道	专注于中老年细分领域，以线下渠道为主战场	多品类、全渠道	专注于冷食燕麦领域	冷食燕麦为主、尝试燕麦奶等新赛道	聚焦特定区域/细分品类市场，或提供代工服务
竞争优势	- 全产业链布局优势，生产及研发能力较强，可从源头控制成本 - 全渠道覆盖，具备主动的渠道扩张能力 - 决策灵活高效率	- 在老年群体中有一定的品牌心智 - 下沉市场线下渠道分销能力相对较强	- 品牌心智强，在燕麦领域有极高的消费者信任度 - 在一二线城市的KA卖场、高端超市有渠道优势	在水果燕麦品类上具备一定的研发经验和生产技术优势，产品具有差异化	- 产品创新速度快、新颖度高 - 擅长流量运作，可迅速在年轻群体中建立品牌声量	具备自产能力，掌握优质原料资源
竞争劣势	在冷食燕麦等新产品形态领域起步较晚	- 品牌老化，在一二线城市的品牌认知度低 - 在年轻化转型方面动作较慢（如冷食燕麦、健康轻食产品），面临消费群的反应滞后，2023年底才成立对接量贩零售渠道的单独部门	- 受限于全球决策机制，产品创新相对缓慢，难以快速响应中国市场的快速变化 - 对中国下沉渠道、新兴渠道（对接量贩零售渠道的单独部门）对接量贩零售渠道的单独部门	- 产品售价相对较高 - 较为依赖线上渠道，线下渠道布局深度不足	- 依赖OEM，成本控制和稳定性上存在不足 - 高度依赖线上渠道，线下根基不稳固	- 品牌营销能力弱 - 渠道拓展乏力，依赖大客户订单

资料来源：各公司官网，Euromonitor，立鼎产业研究网，头豹研究院，国信证券经济研究所整理

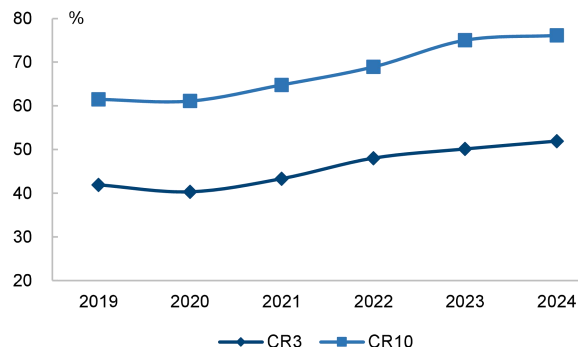
竞争格局：从早期外资独大到近年西麦反超。中国燕麦市场的竞争格局已从早期的“外资独大”演变为如今的“国货领跑，双雄并立”。长期以来，百事旗下的桂格（Quaker）凭借品牌先发优势和强大的渠道能力占据市场头把交椅，但西麦食品凭借持之以恒的国内渠道渗透以及不断的产品创新及品牌教育，在2021年完成对桂格的市占率反超，且此后领先优势持续扩大。据Euromonitor，2024年西麦食品、百事公司的市场份额分别为26.0%、18.2%。

图15: 中国早餐燕麦市场竞争格局



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

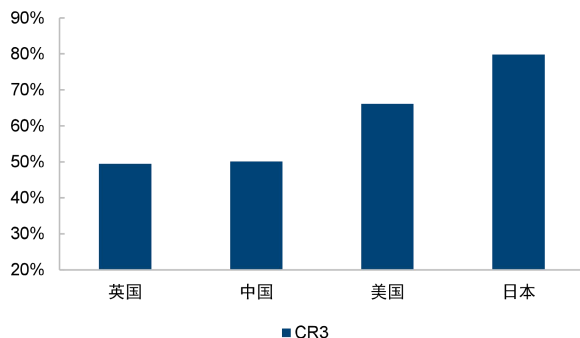
图16: 中国早餐燕麦市场集中度



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

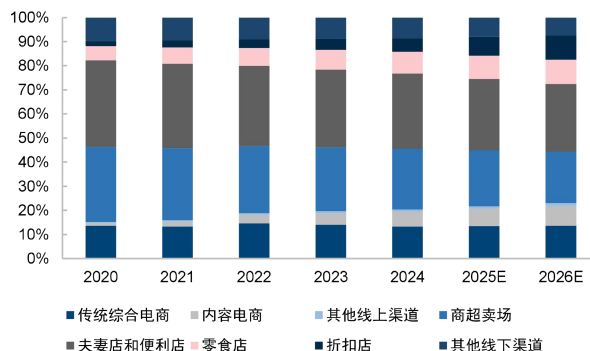
中国燕麦行业集中度偏低，线下市场份额向头部企业集中，线上则相对分散。据尼尔森数据，2023年燕麦片市场线下现代渠道全国销售额TOP3品牌市场份额总和为41.3%，线上（含淘系、京东、抖音）TOP3品牌市场份额总和为32.8%。据Euromonitor统计的中国燕麦市场全渠道口径数据，2023年/2024年CR3为50.1%/51.9%，2020年后行业集中度提升趋势明显。但典型的发达国家和地区，燕麦市场CR3可达到65%以上，甚至接近80%。中国燕麦行业集中度相较其还有较大提升空间，随着市场的发展与下沉，行业的进一步整合，头部品牌的市场占有率将继续提升。

图17: 多国燕麦市场 CR3 对比, 2023 年



资料来源: 公司公告, Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图18: 我国各零售渠道销售额占比变化



资料来源: 三只松鼠招股说明书, 国信证券经济研究所整理

与其他大众食品行业相似, 燕麦食品同样面临渠道端剧烈变革的挑战。过去几年, 传统的 KA 商超 (大型卖场) 客流下滑严重, 而这也曾是燕麦销售的主阵地。但与此同时, 一些新兴渠道的出现, 也为燕麦食品企业带来了新的发展机遇:

- ◆ **零食量贩店的崛起:** 以“零食很忙”、“赵一鸣”为代表的零食折扣店异军突起, 它们对产品的性价比要求极高, 且倾向于散称或小包装形态。这对上游厂商的供应链效率和定价体系提出了更高的要求。
- ◆ **会员制商超的崛起:** 山姆会员店、Costco 等渠道通过大包装、高品质的定制化产品吸引中产阶级。能否进入这些渠道, 成为了检验品牌“高端化”、“差异化”能力的试金石。
- ◆ **兴趣电商的爆发:** 抖音、快手等平台不再只是广告阵地, 而是直接的销售渠道。直播带货要求企业具备极快的内容生产能力和供应链反应速度。

在这种背景下, 单纯依赖传统经销商体系的渠道模式已难以为继。行业赢家必须具备全渠道的运营能力——既能在下沉市场的小卖部铺货, 也能在山姆会员店上架定制款, 又能在抖音直播间制造爆款。

综上, 我们看好中国燕麦行业未来持续成长, 并预计行业未来发展趋势主要包括: 1) **高端化与功能化:** 消费者不再满足于基础的燕麦产品, 对有机燕麦、高纤维燕麦、添加益生菌或特定营养素的功能性燕麦产品需求日益增长。产品的高端化升级是行业发展的重要方向。2) **零食化与便捷化:** 即食燕麦、燕麦棒、燕麦饼干等休闲零食形态的产品越来越受欢迎, 满足了快节奏生活下的便捷性需求。3) **原料产地溯源:** 消费者对食品安全和原料品质的关注度空前提高, “黄金产区”、“有机认证”等成为重要的购买决策因素。4) **全渠道融合:** 线上线下渠道的界限日益模糊, 品牌需要具备全域营销和运营能力, 以实现消费者的无缝触达。

未来看点

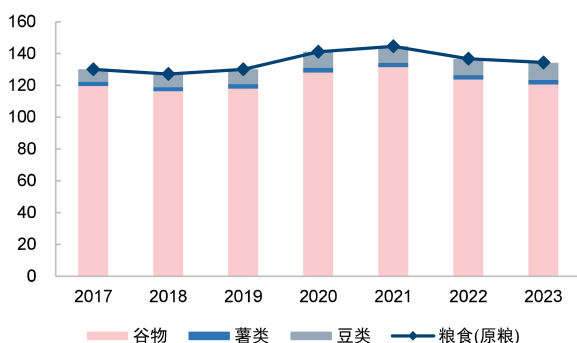
(A) 多渠道破局、持续完善渠道体系, 西麦食品有望最大程度受益于燕麦食品市场扩张

1、健康化、老龄化趋势促进燕麦食品渗透率提升

目前我国居民主食消费以精制谷物为主。为论证燕麦渗透率提升的逻辑, 我们先

建立对中国居民当前主食消费基数的量化认知。根据国家统计局，2023 年我国居民人均粮食消费量为 134.4 千克，其中人均谷物（包含大米、小麦、玉米等）消费量 120.6 千克。根据加工程度，谷物可分为精制谷物和全谷物。经过精细加工的白米、白面等，主要保留了谷物的胚乳部分，吃得太多且单一可能会缺乏维生素、微量元素。而全谷物保留了完整谷粒所具备的胚乳、胚芽、糊粉层和谷皮等结构，既可以是完整的谷物籽粒如小米、大黄米、各种糙米等，也可以是经碾磨、粉碎、压片等简单处理后的产品如燕麦片、全麦粉等。据人民网，2023 年我国居民的全谷物摄入量平均每天只有不足 20 克，和中国居民膳食指南推荐的每人每天要摄入 50~150 克全谷物和杂豆类相比，远远不足。

图19：我国居民人均主要粮食消费量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图20：精制谷物与全谷物食品的优劣势对比

全谷物 VS 精制谷物核心差异对比		
	精制谷物	全谷物
包含品种	白米、白面、馒头、面条等	糙米、燕麦、全麦粉、玉米等
成分结构	仅保留胚乳。精加工去掉了完整的麸皮和胚芽。	完整保留了全谷物的三个核心结构：麸皮+胚乳+胚芽。
核心优势	1. 口感细腻，便于消化 2. 烹饪时间短 3. 货架期长，易于保存	1. 富含膳食纤维及B族维生素 2. 饱腹感强，升糖平稳(低GI) 3. 有助于降低慢性病风险
相对劣势	存在部分营养流失；GI值偏高，长期大量摄入易导致肥胖。	口感相对粗糙；部分种类不易煮熟；部分品种因含胚芽油易氧化。

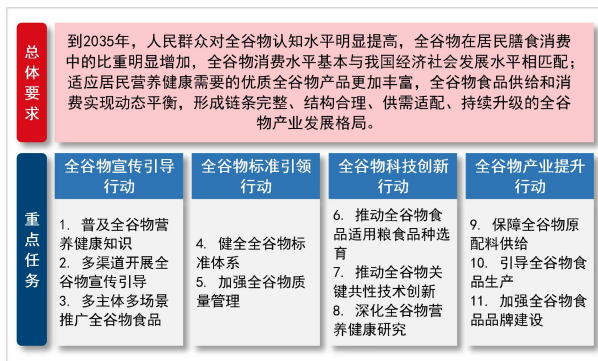
资料来源：人民网，中央人民政府网，国信证券经济研究所整理

全谷物食品的健康属性突出，叠加国家政策重点引导，未来全谷物食品渗透率有大幅提升空间。全谷物比精制谷物保留了更多的膳食纤维、微量营养素和生物活性化合物，因此越来越被视为改善公众健康和粮食安全的关键组成部分。近年来人们对主食消费的误解导致年轻人避免食用主食，但燕麦、小米等全谷物已被广泛认为能有效降低慢性疾病的风险，同时有助于大脑功能和新陈代谢。目前我国全谷物消费量占有谷物消费量的比例不足 6%，部分发达国家全谷物消费占谷物消费的比例已达 20%至 35%，未来提升空间显著。2024 年 12 月，国务院发布《国家全谷物行动计划（2024—2035 年）》（简称“行动计划”），行动计划明确提出了“到 2035 年，人民群众对全谷物认知水平明显提高，全谷物在居民膳食消费中的比重明显增加，全谷物消费水平基本与我国经济社会发展水平相匹配”的总体要求。我们假设未来中国居民全谷物消费量达到膳食指南的最低推荐标准（50g），全谷物消费量至少需要翻 2.5 倍，若要达到理想标准（150g），则需翻 7 倍。

经过现代化加工后的燕麦食品，较大程度解决全谷物食品口感粗糙、烹饪时间长的痛点，渗透速度可能快于糙米、全麦粉等其他形态的全谷物食品。虽然全谷物食品的健康益处正逐步被大众所知，但“口感粗糙”和“烹饪时间偏长”往往阻碍居民广泛接受的两大痛点。例如糙米，通常需要像白米一样蒸煮，但需要比白米更长的浸泡和烹饪时间。全麦粉则通常用于制作面食，同样需要时间发酵、烘焙或蒸制。相比之下，全谷物食品中的燕麦，经过现代加工工艺（如压片、酶解）后，有更方便快捷的食用方式，例如常见的即食/快熟燕麦片，用热水或热牛奶冲泡几分钟即可食用，最常见于早餐场景。此外，近年来燕麦食品龙头公司引领行业加速产品创新、推动燕麦食品在新场景中渗透（如办公室下午茶、健身时等），推出牛奶燕麦、红枣燕麦、软糯燕麦、燕麦谷物棒等复合燕麦或冷食燕麦食品，

极大程度改善了燕麦的口感，帮助提升了消费者对于全谷物食品的接受度。因此我们预计燕麦食品未来将成为填补我国居民全谷物消费量缺口的重要动力之一。

图21:《国家全谷物行动计划（2024—2035年）》内容提要



资料来源：中央人民政府网，国信证券经济研究所整理

图22: 燕麦与其他常见的全谷物食品对比

对比维度	燕麦	糙米	全麦粉
物理形态	深加工(压片/膨化) 表面积大, 吸水快	完整谷粒 种皮致密, 难渗透	粉状原料 需二次加工成型
烹饪耗时	极快(秒级/分级) 沸水冲泡即食	慢(小时级) 需浸泡+久煮	慢(复杂工序) 发酵/揉面/烘焙
口感体验	软糯、顺滑 无粗糙感, 老少皆宜	粗糙、偏硬 种皮难下咽	干硬、掉渣 需油脂/糖中和
消费场景	全场景覆盖 早餐/办公/健身/零食	单一(正餐) 需配合菜肴	单一(厨房) 主食或烘焙

资料来源：人民网，中国新闻网，国信证券经济研究所整理

此外，人口老龄化的宏观趋势会进一步强化社会对于燕麦食品的接受度。如前所述，随着年龄增长，人的身体代谢功能下降，高血压、高血糖、高血脂（“三高”）成为困扰中国老年群体的普遍问题。这直接导致了饮食结构的被迫调整，健康属性从“可选”变为“刚需”，使得高品质健康食品或功能性食品成为了蓝海市场。2025年我国60岁以上老年人口3.2亿人，据光明网，预计到2035年，我国60岁以上老年人口将突破4亿人口大关，在总人口的占比中超过30%，进入重度老龄化阶段。目前老年人群体对冲泡燕麦已有一定的认知度和接受度，未来10年老龄人口数量增长的趋势较为明确，将对传统冲泡燕麦食品市场规模扩张形成强力支撑。

2、全产业链布局+全渠道发力+领先的品牌心智，燕麦龙头西麦食品的市场份额有望提升

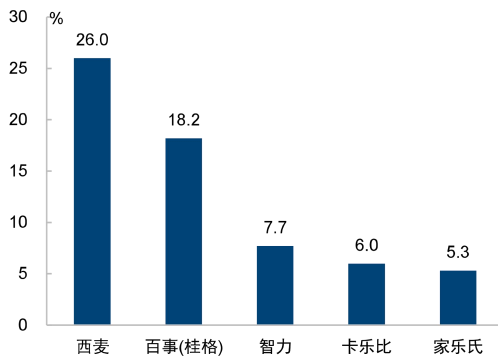
全国最大的燕麦生产企业，具备较强的规模优势。公司市占率达到26.0%，位居行业第一，拥有燕麦产品设计产能超13万吨，是目前全国范围内规模最大的燕麦生产企业，产业规模优势明显，赋予公司在采购和销售环节中较强的议价能力。相较于竞争对手，公司在采购、生产、销售各环节均具备规模化带来的综合成本优势。据公司招股说明书，澳大利亚进口燕麦粒占公司燕麦粒采购总量的比例约90%，2016年及2018年西麦食品对澳大利亚燕麦粒的采购量占全国澳大利亚燕麦粒进口量25%左右。

全国化产能布局，具备较高的物流运输效率。燕麦产品属于“低货值、高抛货”品类，物流运输成本在总成本中占比较高。据西麦食品2020年年报，2019/2020年运输装卸费用占总收入的比重为5.8%/6.0%，物流运输费用同样是决定终端价格竞争力的关键因素之一。目前公司拥有广西贺州、河北定兴及张北、江苏宿迁——南北东四大生产研发基地，此布局使得西麦食品的工厂最大程度地贴近了中国的核心人口密集区和消费市场。相比于国内众多竞品仅有一两个工厂需长距离跨省发货，公司的物流运输响应速度更快，可在一定程度上节省物流运输费用。

把控源头，稳固高品质燕麦供给、加深原料成本优势。西麦食品具备全产业链布局优势，公司不仅从事燕麦产品的研发、生产及销售，还向上游延伸至燕麦的育种和种植。公司与国内燕麦权威研究机构签署多个专属优质燕麦品种授权，优选燕麦育种专家培育的专属品种，并拥有全球布局的燕麦产区——澳洲绿色燕麦专

属农场（70 万亩，位于澳大利亚南纬 31-35 度燕麦黄金产区）、中国张北坝上有机燕麦基地（10 万亩）、呼伦贝尔绿色燕麦基地（5 万亩）。掌控上游不仅仅是品质背书，更重要的是赋予了公司在面对国际大宗农产品价格波动时的资源调配及底仓锁价能力。

图23: 中国燕麦市场头部公司市占率，2024 年



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图24: 西麦食品的生产基地及燕麦种植基地布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

近年来公司渠道能力显著提升，量贩零食、会员制超市等新零售渠道为公司提供更多成长机遇。得益于长期深耕中国市场，西麦食品对国内多元、复杂的渠道体系形成了深刻的理解，并实现了全渠道布局。近两年，西麦食品把握住了新兴渠道崛起的机遇，在内容电商渠道、量贩零食渠道、高端会员制超市等新零售渠道不断取得突破，也借此完善自身渠道网络、实现更有广度的消费者触达，并逐渐拉开了与主要竞争对手的差距。具体来看：

1) 线上渠道：及早拥抱、持续发力，系公司在市场份额及市场影响力方面完成对桂格反超的重要路径之一。早期行业龙头主要依靠线下商超体系来实现区域渗透和品牌曝光，外资品牌桂格 2006 年进入中国市场，凭借国际品牌的知名度优势以及在商超系统的渗透率优势，成为国内燕麦行业龙头。2010-2020 年间，本土品牌西麦察觉到国内电商平台兴起的迹象，开始积极布局电商渠道：2013 年开设京东西麦旗舰店；2015 年开设天猫西麦旗舰店；2017 年在杭州成立电商事业部，当年公司线上销售金额首破亿元。2020 年公司将电商业务部升级为互联网销售中心，显示对线上渠道愈发重视。2020-2025 年间，公司在线上渠道持续发力，逐步在主流电商平台成为燕麦第一品牌，更是及早抓住抖音、拼多多等新型电商快速成长红利，不仅实现线上销售体量的较快增长，也借助电商平台提升品牌曝光度。2024 年/2025 年前三季度电商渠道收入占比分别为 31%/35%，目前线上渠道已经成为公司收入的重要支柱，目前公司正致力于提升电商业务盈利水平。

表3: 2020-2024 年西麦食品电商业务进展梳理

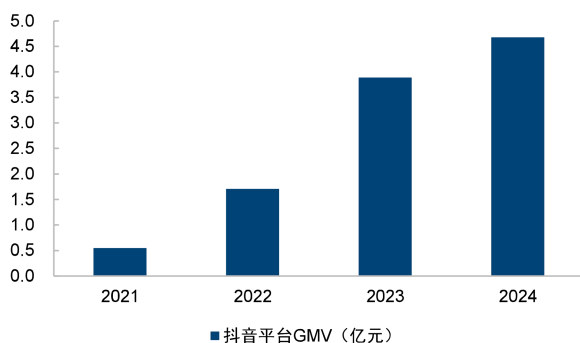
时间	介绍
2020 年	- 公司线上渠道增长情况良好，并实现线上渠道 2C 自营，接管京东 POP 店，新成立直播部门承接内外部直播业务，渠道品牌行业排名稳步提升 - 线上电商为实现矩阵营销，综合利用 KOL 及各种线上社交平台，与头部主播及腰部主播进行直播合作，并搭建自播团队 - 开设西澳阳光天猫旗舰店，优化线上渠道布局，实现双品牌运作 - 电商业务部升级为互联网销售中心，引进多名互联网营销专业人才，完成团队搭建，优化沟通及激励机制
2021 年	- 持续对天猫、京东平台进行精细化运营，2021 年公司在阿里系和京东系平台燕麦类目市场份额占比提升至行业第三 - 紧抓新渠道变革带来的流量红利，积极发展拼多多、抖音等平台运营，抖音旗舰店自 2021 年 3 月 22 日上线以来保持高速增长，连续 7 个月为燕麦品类类目第一，2021 年抖音自播商品交易总额 3000 多万元，达播突破 2500 万元

2022 年	· 传统平台电商渠道通过精细化运营实现销售稳步增长，2022 年公司在天猫、京东平台燕麦类目市场份额占比提升至行业第二，在拼多多平台成为冲饮麦片畅销店铺榜第一名，根据天猫双 11 上榜战报显示，公司产品为双十一期间“冲饮麦片热卖榜 TOP1” · 内容兴趣电商渠道，聚焦抖音快手，强力推进短视频营销业务。建立达人直播矩阵，与海量达人合作，提升品牌曝光，并开设官方自播直播间进行高效转化，有效抢占市场，展现强有力的发展态势 · 公司在抖音快手平台实现 GMV 同比增长 299%，在抖音垂类麦片品牌中公司排名第一，远超其他竞品，在包含整个冲饮大类的抖音冲饮年度金榜中，公司也强势入围三甲
2023 年	· 公司线上渠道销售同比增长近 30%，在各主流电商平台保持线上燕麦 TOP1 · 抖音平台的冲饮燕麦类目市占率第一，GMV 销售额超 3 亿元，同比增长超过 70%，获抖音平台“黑马奖” · 公司燕麦产品在京东平台 GMV 销售首次超过其他竞品，成为京东平台燕麦行业排名第一的品牌
2024 年	· 公司线上渠道销售同比增长超 17%，在各主流电商平台继续保持线上燕麦 TOP1 · 公司为抖音平台冲饮燕麦类目市占率第一，根据蝉妈妈数据，2022-2024 年公司实现在抖音平台 GMV 销售额从 1.71 亿元到 3.89 亿元再到 4.68 亿元的三级跳

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 量贩零食渠道：已从初期覆盖过渡到深度协同，公司将渠道红利转换为持续的销售增量。公司从 2022 年末开始进入量贩零食渠道，在此渠道的开拓进展较为顺利、速度较快。据公司公告，2022 年末全国连锁量贩零食系统覆盖率超过 65%，2023 年一季度末覆盖率提升至 80%以上。2023 年量贩零食渠道销售同比增长超过 180%，2024 年同比增长接近 50%，2025 年公司推动量贩零食渠道 sku 升级迭代并导入新的 sku，设计了更多小规格便携装或休闲属性更强的 sku，例如燕麦乳茶系列，从而加强与量贩零食渠道的适配性。2025 年 Q3 量贩零食渠道销售额增速再次提升至 50%以上，表明 sku 升级迭代的效果明显。对比西麦，竞争对手桂格直至 2023 年末才成立专门部门对接量贩零食渠道，入局相对较晚，目前合作尚处初期。我们认为当前量贩零食渠道对于中国消费者的覆盖度持续提高，系具备单品放量基础的重要渠道。2025 年公司通过量贩零食渠道实现收入约 1 亿，预计 2026 年公司将继续受益于产品迭代升级策略以及量贩零食品牌扩店，量贩零食渠道持续贡献增量。

图25：西麦食品在抖音平台的 GMV（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：2025 年第三季度西麦食品在量贩零食渠道推出的新品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3) 会员制超市渠道：与高势能会员制超市实现初合作，具备较高的战略价值。2025 年 2 月西麦食品凭借旗下“日式芦笋滑蛋豚骨风味燕麦粥”产品首次入驻山姆渠道，此后经过产品迭代，2025 年 10 月公司将 3 款产品导入山姆渠道——有机高蛋白燕麦片、高蛋白燕麦粥、冷泡燕麦（WILLIAMS TOWN 子品牌），其中有机高蛋白燕麦片表现尤为突出，契合了山姆消费群体对健康食品的高要求。从公司与山姆渠道的合作历程可以看出，山姆对公司产品的创新性、高品质较为认可。目前双方已经有了较好的合作基础，后续公司与山姆会持续沟通、共创产品，公司

可以借助山姆渠道对消费者极强的洞察能力加强产品迭代升级，同时也可以借此渠道大力提升在一二线城市的品牌知名度、强化“健康、高端”的品牌形象。除山姆外，公司也已经进入开市客、盒马等其他会员制超市系统。

4) 线下传统渠道：稳固优势市场市占率、加强弱势市场覆盖，从“货架争夺”到“场景教育”。线下传统渠道为公司的基本盘，公司通过直营+经销双轨运营模式进行线下传统渠道（KA 商超、BC 超、便利店、批发市场等）。但近年来，线上传统渠道因受到量贩零食等新零售渠道的分流扰动，部分商超系统出现销售额下滑，公司线下传统渠道收入增速也因此有所放缓。但公司坚持线下渠道精耕细作、积极拓展重点城市、加大弱势市场打造，据西麦食品 2024 年年度报告，在全国大型超市销售同比下滑的情况下，公司在该渠道实现逆势增长。在山东、河南、湖南、广东等优势市场巩固并提升市占率，推动渠道下沉。在华东弱势市场，公司积极通过重点城市铺市渗透，不断提升市场占有率。例如 2025 年公司在江苏省市占率已达第一，未来公司会将江苏的成功经验复制到浙江、上海等其他华东市场。公司明确提出传统渠道的核心策略将由简单的“货架争夺”转为“场景教育”，从而实现更精细化的终端运营，提升消费者转化率和消费粘性。

图27：西麦食品在线下传统渠道的策略升级



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

5) 其他渠道：积极开拓创新渠道，充分挖掘市场潜力。除上述渠道外，公司还积极开拓 O2O 渠道、toB 渠道（包括 OEM、产品出口、原粮贸易）、私域礼品渠道。针对近年来快速起势的 O2O 渠道，公司积极拓展，2024 年公司已与京东到家、多点、美团等大平台开展深入合作。toB 业务不仅可贡献收入增量，同时也对传统商超渠道的销售下滑起到了对冲作用，2025 年以来部分线下商超渠道主动进行调改，导致常规商超渠道销售受到一定程度的负面影响，而来自这些商超系统的 OEM 需求增多，公司积极承接此类 OEM 需求，可避免销量流失。据西麦食品 2025 年第三季度业绩说明会，公司 toB 业务虽毛利率偏低但费用率同样较低，利润率水平与其他渠道差别不大，不会拖累公司整体盈利水平。公司敏锐捕捉到健康食品的礼品属性，2025 年公司与外部合作伙伴合作成立百瑞吉公司，专注礼品渠道，开拓高端礼品市场。

渠道合作深化及产品创新加快助力产品矩阵优化，高毛利复合燕麦系列成长性突出。从产品角度看，西麦食品与各类细分渠道的深入合作意味着公司需要持续创新、升级产品。近两年公司产品推新速度加快，2024 年公司推动 73 个 SKU 新品上市，同时完成对 22 个 SKU 产品的改良升级，进一步丰富产品矩阵。结构上，在保持原有大单品纯燕麦持续增长的同时，公司将更多资源投向复合燕麦、燕麦+、蛋白粉等精深加工产品，提升产品的价值感，因此 2024 年复合燕麦系列销售同比增长近 30%，其中，燕麦+系列和经典明星产品牛奶燕麦系列销售均超过 2 亿元，燕麦+系列在前两年高速增长的前提下，同比增长超过 20%，牛奶燕麦系列同比增

长超过 30%，蛋白粉同比增长超过 170%、礼盒系列同比增长超过 50%。

受益于全渠道布局及高势能渠道的品牌曝光效应，西麦品牌影响力持续提升，目前已处于行业领先水平。随着西麦食品近年来在渠道网络建设方面持续发力，目前西麦的品牌认知度已显著高于其他国产品牌，在燕麦品类占领了消费者心智。而相较于此前品牌优势更为突出的国际品牌桂格，西麦食品对于国内渠道变化的响应更快，更早抓住渠道红利，同时公司也对本土消费者的燕麦消费习惯进行深入研究，以使得产品矩阵更加适配消费者且更加多元化。受益于线上渠道、高端会员制超市等线下高势能渠道的积极开拓，预计未来西麦品牌影响力还将进一步放大。

综上所述，我们认为西麦食品是目前国内燕麦食品市场具备强竞争优势的公司，有望最大程度受益于燕麦食品市场扩容红利。短期来看，线上渠道凭借精细化运营维持较快增速，叠加量贩零食渠道、会员制超市渠道等新兴渠道贡献增量，西麦食品具备较强的成长性。

（B）品类边界扩张，大健康新品打开长期空间

大健康食品业务发展进程加快，2025 年新推出药食同源粉剂类产品及功能性食品。在巩固燕麦谷物基本盘的同时，公司 2023 年以来积极布局大健康食品业务。2023-2024 年处于探索初期，新推出的大健康产品以蛋白粉及肽饮为主。2025 年大健康业务发展进程加快，推出西麦食养品牌下的药食同源粉类产品系列，包括与线下部分商超客户合作的红参阿胶五红粉、燕窝肽杏仁七白粉、人参石斛八珍粉、黄芪人参山药粉，以及线上主流平台均有售卖的五红粉、五黑粉、猴头菇燕麦铁棍山药粉、五指毛桃赤小豆薏仁粉，上市后获得良好反馈，公司计划 2026 年将此系列产品拓展至全国线下渠道并扩充 SKU。除此之外，2025 年也在积极探索以生物科技为技术基础的功能性产品，例如火麻仁爆爆燕麦纤维粉、彩虹燃燃燕麦营养素饮、益生元西梅燕麦发酵饮，主要针对体重管理、肠道健康等需求。

图28：2025 年西麦食品新推出的大健康产品系列



资料来源：西麦食品京东官方旗舰店，西麦食品小红书官方账号，国信证券经济研究所整理

药食同源粉剂类产品精准切入逐渐兴起的养生需求，是增量市场，但竞争激烈。我们认为“药食同源”粉剂类产品具备较好的发展前景，主因此类产品介于食品与保健品之间，抓住了当下居民的健康焦虑，定位“轻滋补”、“食养”功能，既满足了消费者对于健康养生的需求，同时又可减少吃昂贵保健品/药品的财务负担和精神负担，是一种低成本的养生尝试。据消费日报资讯，72%的90后消费者正用功能性零食、饮品替代传统保健品。在小红书平台，养生零食话题阅读量已突破8亿次，其中Z世代贡献了65%的内容热度。据安徽省食用菌行业协会，2024年我国药食同源行业规模突破2650亿元，预计2025年市场规模将突破4000亿元，其中西麦食品所切入的谷物粉冲调类产品的市场规模约250亿元。

但这也是一个竞争激烈的市场，参与玩家不仅有食品类企业，如西麦食品、五谷磨房、燕之坊等，还有同仁堂、东阿阿胶等拥有中医药底蕴的药企，还包括小仙炖、固本堂等善于营销的新消费品牌。目前药食同源粉剂类产品市场格局分散，西麦食品作为新参与者，仍有机会逐步提升市场份额，这也需要公司充分发挥其全渠道布局优势以及其健康食品的品牌心智，并持续强化产品研发。

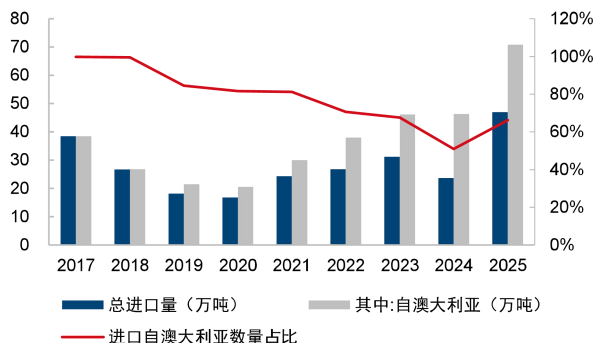
虽然公司大健康业务尚在发展初期，我们认为当下公司已具备一定的基础，有助于公司在药食同源及功能性食品新赛道上稳步发展。

- ◆ **技术壁垒升级：**西麦食品通过与一阳生集团组建合资公司西一生物科技公司，成功将产品研发从传统的物理混合升级为生物科技驱动。公司已具备纳米钛分离纯化、生物发酵、低温酶解、中药破碎萃取、生物破壁、专利菌种六大核心专利技术。
- ◆ **渠道网络复用：**西麦拥有庞大且深度的全渠道网络，为大健康新品快速铺货奠定了良好基础。线下方面，公司复用1900余家经销商网络，覆盖KA商超、BC超、便利店、零食量贩系统、批发市场等渠道，能够迅速将药食同源粉等新品铺向全国终端。线上方面，利用在主流电商平台排名行业第一的品牌声量和DTC数字中台沉淀的500万用户数据，公司能够进行低成本的快速测款和精准营销，验证成功后迅速导入线下渠道，形成“线上测款、线下放量”的高效闭环。
- ◆ **品牌心智延展：**西麦在消费者心中已建立起“健康食品”心智，这种品牌资产天然契合大健康赛道。燕麦本身即为“全球十大健康食物”，其健康属性为药食同源产品提供了极佳的信任背书，大幅降低了消费者对新产品的尝试门槛和信任成本。

(C) 2026年燕麦成本下行带来利润弹性

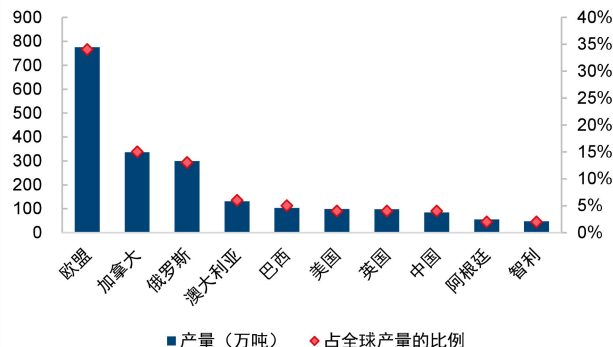
公司主要从澳大利亚进口燕麦粒原料。燕麦粒是西麦食品生产的核心原材料。我国燕麦粒原料高度依赖进口，据中国海关总署及美国农业部数据，2025年我国燕麦产量约85万吨，进口燕麦数量70.9万吨，出口燕麦数量仅208吨，可忽略不计。我国的主要燕麦进口国中，澳大利亚占比最大，2020-2025年间，除2023年厄尔尼诺导致澳大利亚燕麦减产、2024年我国自澳大利亚燕麦进口数量下滑的特殊情况之外，澳大利亚进口燕麦数量占我国总进口燕麦数量的比例在65%以上，主因澳大利亚燕麦的生长环境更适宜、品质更优，且地理位置临近使得海运成本相对较低。对于西麦食品而言，据公司招股说明书，公司自澳大利亚采购燕麦粒的量占总体采购量的90%。目前公司系最大的澳大利亚燕麦采购商，一年从澳大利亚进口燕麦粒约15万吨，体量系后面四名的总和。

图29：中国进口燕麦数量及进口自澳大利亚的比例



资料来源：中国海关总署，国信证券经济研究所整理

图30：2024/2025 产季全球燕麦产量分布



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

与其他农产品类似，燕麦原料价格主要受主产区气候、产量以及综合成本等因素影响，由于我国燕麦的进口依赖度较高，我国食品企业的燕麦成本还受到贸易政策、汇率波动的影响。回顾我国自澳大利亚进口燕麦的均价变动史复盘燕麦，2017年全球燕麦丰产、期末库存达阶段性高点，燕麦市场价格大幅下跌。2018-2019年全球燕麦价格企稳回升，主因全球库存逐步消化。2020-2021年疫情冲击导致全球物流受阻，运输成本大幅上涨，叠加2021年加拿大遭遇历史级干旱导致燕麦产量大幅下降，与此同时，疫后健康食品需求提升、燕麦奶市场爆发均推高了全球燕麦需求，多重因素作用下，2020-2021年国际燕麦市场价格大幅上涨，但我国自澳大利亚进口燕麦均价（以人民币计价）稳步下行，主要由于期间人民币兑美元汇率大幅升值。2022-2023年全球燕麦市场价格高位回落，主因主国产量有所恢复、海运价格有所回落，且燕麦奶市场在经历几年的爆发式增长后，增速开始放缓。但期间人民币汇率出现大幅贬值，故以人民币加价的进口燕麦均价被动提升。而2023年厄尔尼诺现象导致澳大利亚减产严重，叠加2024年海运价格再度走高，2024年我国自澳大利亚进口燕麦均价大幅提升。

图31：CBOT 燕麦期货结算价



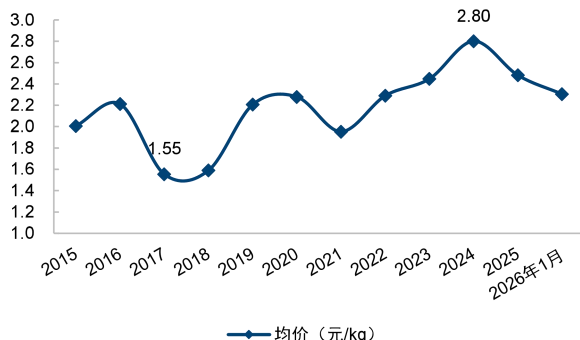
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：人民币兑美元汇率变动



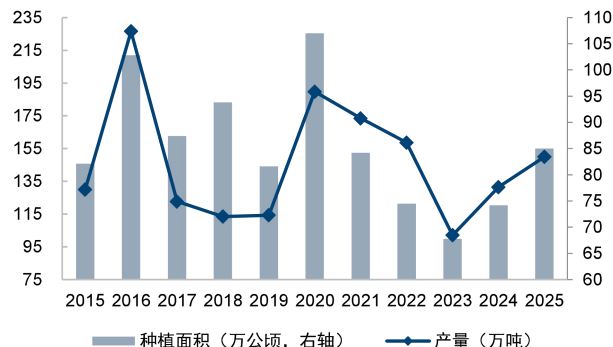
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33: 中国自澳大利亚进口燕麦均价



资料来源: 中国海关总署, 国信证券经济研究所整理

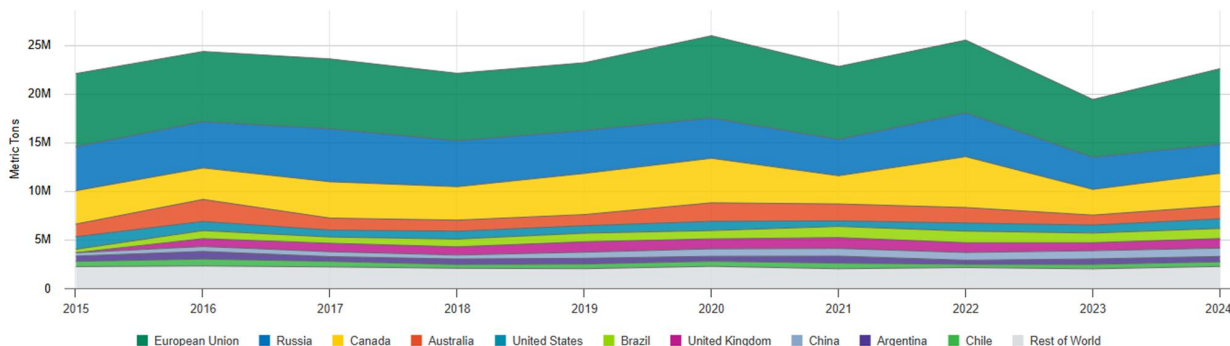
图34: 澳大利亚燕麦产量及种植面积变化趋势



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

预计 2026 年公司仍能享受成本红利, 有助于增大利润弹性。2024-2025 年澳大利亚燕麦产量及种植面积持续提升, 带动澳大利亚燕麦进口均价逐步回落。我们结合 2025 年三季度业绩数据推断, 2025 年公司燕麦成本下降双位数。据美国农业部数据, 2025/2026 产季澳大利亚产量同比增长 14%, 预计 2026 年进口均价仍将回落 10%以上, 这将为西麦食品继续带来成本红利。我们假设燕麦粒原料成本在公司生产成本中占比 35%左右, 假设 2026 年燕麦粒采购价格同比下降 10%-15%, 其他条件不变的情况下, 预计可对公司毛利率带来 2-3 个百分点的正向贡献。

图35: 全球燕麦产量变化趋势, 2015-2024 年



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

营业收入: 1) 复合燕麦系列: 随着全渠道布局深入, 近年来重点打造的明星单品牛奶燕麦片、五红五黑燕麦片销售体量持续爬坡, 叠加产品持续推新, 复合燕麦系列预计将保持较快的双位数增长。此外, 2025 年公司推出的药食同源粉类冲调产品以及功能性大健康产品将在 2026 年实现更多渠道的导入, 公司暂未将此类产品收入单列而是计入复合燕麦系列, 我们预计大健康新品 2026 年贡献 2 亿以上收入增量。综合来看, 我们预计 2025-2027 年将复合燕麦系列收入 10.9/14.3/17.7 亿元, 同比+28.1%/+30.9%/+24.2%。2) 纯燕麦系列: 同样受益于人群渗透率提升

以及渠道扩张,以及 2025 有机燕麦片新品进入山姆渠道且销售反馈较好,故我们预计 2025-2027 纯燕麦系列收入 8.1/9.1/9.8 亿元,同比+14.5%/+12.0%/+8.0%。

3) 冷食燕麦系列:受益于公司战略并购德赛康谷切入乳品谷物赛道,以及 2025 年公司冷泡燕麦新品成功导入山姆渠道,预计冷食燕麦系列在低基数上保持较快增长,预计 2025-2027 年实现收入 1.9/2.2/2.6 亿元,同比+25.0%/+20.0%/+18.0%。

4) 其他主营业务:主要包含原粮贸易业务,2025 年收入同比下滑 33.2%,主因 2024 年下半年公司自身原料供应紧张,故停止了与部分客户的业务合作,2025 年原料供应富余,但尚需一定时间重新建立商业联系。我们预计 2025-2027 年其他主营业务收入 1.0/1.1/1.2 亿元,同比-25.0%/+10.0%/+10.0%。

毛利率: 1) 复合燕麦系列:如前所述,随着燕麦原料价格高位回落,2025 年、2026 年公司成本端压力减轻,带动毛利率修复,预计 2025-2027 年复合燕麦系列毛利率 48.2%/49.9%/50.0%; 2) 纯燕麦系列:纯燕麦系列也受益于成本下行红利,以及有机燕麦片放量带来产品结构优化,预计 2025-2027 年纯燕麦系列毛利率 43.4%/44.8%/44.9%; 3) 冷食燕麦:冷食燕麦系列同样受益于成本下行,且随着收入体量扩大、产能利用率提升,固定成本摊薄也将促进毛利率回升,预计 2025-2027 年冷食燕麦系列毛利率 38.0%/39.0%/39.6%; 4) 其他主营业务:主要系贸易业务,受市场价格变动影响较小,预计毛利率维持在 11.0%。

费用率: 1) 销售费用率:由于公司主动优化费用结构、提升费用有效性,以及收入规模扩大带来规模效益,预计 2025 年销售费用率小幅下降,但 2025 年下半年推出较多新品,计划将在 2026 年扩大铺市范围,我们预计 2026 年销售费用率小幅上升、2027 年保持稳定。预计 2025-2027 年销售费用率 27.7%/28.0%/28.0%; 2) 管理费用率:随着未来股份支付费用逐步减少,以及收入规模扩大、运营管理效率提升,预计管理费用率小幅下降,预计 2025-2027 年管理费用率分别为 5.8%/5.5%/5.3%。

表4: 西麦食品业务拆分 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
复合燕麦系列						
营业收入	494	661	851	1,090	1,427	1,772
YoY	34.4%	33.8%	28.8%	28.1%	30.9%	24.2%
营业成本	268	336	453	565	715	886
YoY	42.2%	25.3%	34.9%	24.6%	26.6%	23.9%
毛利率	45.7%	49.2%	46.8%	48.2%	49.9%	50.0%
纯燕麦系列						
营业收入	620	644	706	808	905	978
YoY	8.2%	4.0%	9.6%	14.5%	12.0%	8.0%
营业成本	344	353	409	458	500	539
YoY	13.7%	2.6%	15.9%	11.8%	9.2%	7.8%
毛利率	44.4%	45.2%	42.0%	43.4%	44.8%	44.9%
冷食燕麦系列						
营业收入	98	120	149	186	223	263
YoY	-27.2%	22.0%	24.1%	25.0%	20.0%	18.0%
营业成本	54	63	94	115	136	159
YoY	-23.7%	16.1%	49.1%	22.8%	18.1%	16.8%
毛利率	44.8%	47.5%	36.9%	38.0%	39.0%	39.6%
其他主营业务						
营业收入	93	110	136	102	112	124
YoY	51.1%	17.8%	23.9%	-25.0%	10.0%	10.0%
营业成本	83	98	121	91	100	110
YoY	61.3%	17.6%	23.8%	-25.0%	10.0%	10.0%

毛利率	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
其他业务						
营业收入	22	43	54	74	92	111
YoY	31.6%	94.8%	25.3%	36.0%	25.0%	20.0%
营业成本	5	25	35	56	69	83
YoY	582.1%	370.9%	39.1%	60.8%	23.4%	20.0%
毛利率	76.0%	42.1%	35.7%	24.0%	25.0%	25.0%
合计						
营业总收入	1,327	1,578	1,896	2,260	2,760	3,248
YoY	15.1%	18.9%	20.2%	19.2%	22.1%	17.7%
营业成本	755	875	1,112	1,284	1,520	1,777
YoY	22.8%	15.9%	27.1%	15.5%	18.3%	16.9%
毛利率	43.1%	44.6%	41.3%	43.2%	44.9%	45.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表5：西麦食品 2025-2027 年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,578	1,896	2,260	2,760	3,248
营业成本	875	1,112	1,284	1,520	1,777
销售费用	497	530	626	773	909
管理费用	93	115	130	152	174
财务费用	-12	-7	1	0	0
利润总额	135	157	209	301	369
归属于母公司净利润	115	133	177	255	313
EPS	0.52	0.60	0.79	1.14	1.40
ROE	7.9%	8.8%	10.0%	12.6%	14.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到 2025-2027 年公司实现营业总收入 22.6/27.6/32.5 亿元，同比+19.2%/+22.1%/+17.7%；实现归母净利润 1.8/2.6/3.1 亿元，同比+33.0%/+44.2%/+22.5%；EPS 分别为 0.79/1.14/1.40 元；当前股价对应 PE 分别为 36/25/20 倍。

估值

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

（A）绝对估值：29.0-36.8 元

我们将公司分为可预测期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）和永续期（2035 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

可预测期（2025-2027 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 22.6/27.6/32.5 亿元，同比+19.2%/+22.1%/+17.7%；实现归母净利润 1.8/2.6/3.1 亿元，同比+33.0%/+44.2%/+22.5%。

过渡期（2028-2034 年）：随着纯燕麦及复合燕麦系列持续进行产品迭代、渠道体系不断完善，以及大健康产品矩阵逐渐完备，我们假设公司 2028-2034 年营收增速仍能保持在 10%-16%增速水平且逐年收窄。

永续期（2035 年起）：长期视角下，公司为健康食品细分赛道龙头企业，老龄化

趋势下公司产品的需求量有支撑，且公司具备渠道、品牌及供应链优势，未来具备一定的通胀传导能力，我们预计 FCFF 永续增长率为 1.8%。

表6: 公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率 (%)	18.9%	20.2%	19.2%	22.1%	17.7%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%
营业成本/营业收入 (%)	55.5%	58.7%	56.8%	55.1%	54.7%	54.4%	54.1%	53.8%	53.5%
销售费用/营业收入 (%)	31.5%	27.9%	27.7%	28.0%	28.0%	27.9%	27.8%	27.7%	27.6%
管理费用/销售收入 (%)	5.9%	6.1%	5.8%	5.5%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	5.0%
所得税税率 (%)	14.5%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率 (%)	59.5%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	80.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表7: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	15.0%
无风险利率	1.8%	Ka	9.96%
股票风险溢价	6.8%	有杠杆 Beta	1.23
公司股价 (元)	28.56	Ke	10.16%
发行在外股数 (百万)	223	E/(D+E)	97.18%
股票市值 (E, 百万元)	6376	D/(D+E)	2.82%
债务总额 (D, 百万元)	185	WACC	9.96%
Kd	3.5%	永续增长率 (10年后)	1.8%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.2x；无风险利率参考 10 年期国债收益率取 1.8%，股票风险溢价率取 6.8%；综合债务成本 3.5%；由此计算出 WACC 为 9.96%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 29.0–36.8 元。

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.96%	9.46%	9.96%	10.46%	10.96%
永续 增长 率变 化	3.3%	45.30	40.98	37.33	34.20	31.50
	2.8%	42.52	38.71	35.45	32.64	30.18
	2.3%	40.16	36.76	33.82	31.27	29.02
	1.8%	38.13	35.06	32.40	30.05	27.98
	1.3%	36.36	33.57	31.13	28.97	27.05
	0.8%	34.81	32.26	30.01	28.00	26.21
	0.3%	33.43	31.09	29.00	27.13	25.45

资料来源: 国信证券经济研究所分析

(B) 相对估值: 30.9–34.3 元

我们选取国内其他收入体量与西麦食品相近的食品制造商甘源食品、劲仔食品、有友食品作为可比公司，采用 PE 法进行估值。考虑公司所处的健康食品赛道未来需求成长斜率快于休闲食品赛道，且公司研发能力突出，供应链能力领先，品牌影响力持续提升，目前仍在渠道与新品方面有所突破，参考甘源食品、有友食品

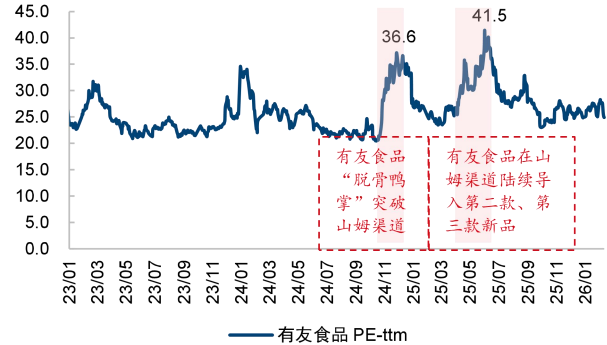
在新品与新渠道取得重要突破初期市场给予的估值溢价，给予西麦食品 2026 年 PE 27-30x，合理价格区间为 30.9-34.3 元，较当前股价有 8%-20%的溢价空间。

图36: 甘源食品 PE-ttm 变化



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图37: 有友食品 PE-ttm 变化



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

表8: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
002956.SZ	西麦食品	40.6	28.56	1.14	1.40	25.0	20.4	64	优于大市 (首次)
002991.SZ	甘源食品	21.2	58.09	3.50	4.40	16.6	13.2	54	优于大市
003000.SZ	劲仔食品	20.5	11.32	0.61	0.73	18.4	15.6	51	优于大市
603697.SH	有友食品	25.1	12.34	0.65	0.75	19.0	16.5	53	未评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；有友食品 EPS 采用 Wind 一致预期

投资建议

预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 22.6/27.6/32.5 亿元，同比 +19.2%/+22.1%/+17.7%；实现归母净利润 1.8/2.6/3.1 亿元，同比 +33.0%/+44.2%/+22.5%；EPS 分别为 0.79/1.14/1.40 元；当前股价对应 PE 分别为 36/25/20 倍。综合上述多角度估值，我们预计公司合理估值为 30.9-34.3 元，较当前股价有 8%-20%的溢价空间。燕麦食品行业持续扩容，公司的渠道、品牌及供应链能力领先，预计燕麦产品维持较快增速，而 2025 年以来公司加速推动大健康领域布局，有望打开长期成长空间。此外，目前公司仍处于原料成本下行红利期，利润增长有较强支撑。综上，我们首次覆盖给予“优于大市”评级。

3 风险提示

(A) 估值风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.8%、风险溢价 6.8%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.8%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司实际增长率很低或出现负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2025/2026 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

(B) 盈利预测风险

- 1、**燕麦行业竞争加剧。**如果燕麦行业玩家之间竞争加剧、冲击公司产品价盘，将导致公司新品渠道拓展不畅，从而拖累公司的收入和盈利水平。
- 2、**新品类打造不及预期。**公司目前正在打造高端有机燕麦片、药食同源粉剂类、功能性食品等新品，若新品推广效果不及预期，这将对公司未来的收入和盈利水平产生不利影响。
- 3、**宏观经济的发展不及预期。**文中我们对行业的展望主要基于宏观经济稳步增长的假设，若国际贸易摩擦等不可控因素导致宏观经济发展低于预期，可能导致我们对于燕麦食品行业的判断不准确。

(C) 经营风险

- 1、**食品安全与产品质量风险。**公司具有完善的供应链体系，但是如果由于质量管理疏忽或不可预见原因发生食品安全或产品质量问题，可能会给公司品牌形象、行业声誉和经营业绩产生负面影响。
- 2、**消费需求弱化风险。**若宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化，公司产品销售可能受到阻碍，公司业绩或受到不利影响。
- 3、**行业竞争加剧风险。**若行业内其他参与玩家过于追求份额增长造成行业竞争加剧，公司或需被动大量增加费用投放以守住其市场份额，从而削弱公司盈利。
- 4、**原材料价格波动风险。**原料成本在公司营业成本中的占比较高，若因气候、地缘政治摩擦等不可抗因素引起原料价格大幅波动，或将对公司经营造成一定程度的冲击。

(D) 市场风险

- 1、**市场资金波动风险。**当前市场受全球宏观经济形势、宏观政策、全球地缘政治冲突、中美贸易摩擦等多重因素影响，波动率有所放大，如果市场恐慌情绪发酵导致资金大幅流出，公司股价或受到不利影响。
- 2、**控股股东、实控人减持导致股价波动的风险。**公司实际控制人谢氏家族相关成员合并控制上市公司 51.6%股份，若后续实际控制人减持公司股份，可能会导致公司股价波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032