下载日志已记录，仅供内部参考

燕麦主业升级扩张，第二曲线逐步成型

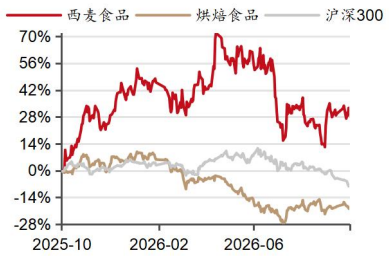
西麦食品（002956.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 10 月 17 日

公司评级	买入
股票代码	002956.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	17.97

近一年股价走势



分析师

于佳琦 S0800525040008

yujiaqi@xbmail.com.cn

田地 S0800525050004

tiandi@xbmail.com.cn

相关研究

核心结论

【核心结论】燕麦渗透率还有巨大的提升潜力，公司积极向复合、有机、功能化燕麦片升级，同时拥抱各类新渠道。此外，公司布局大健康新赛道，食养粉实现从 0 到 1 突破，行业处于高景气阶段，看好公司将品牌和渠道优势在该赛道复用。我们预计 2026-2028 年公司营业总收入分别为 27.31/32.43/37.70 亿元，同比+21.9%/+18.8%/+16.3%；同期归母净利润分别为 2.70/3.43/4.13 亿元，同比+57.3%/+26.9%/+20.4%，给予“买入”评级。

【报告亮点】1）市场担心西麦增长降速，我们认为公司产品持续迭代，积极拥抱各类新渠道，增长动力仍强。2）市场认食养粉赛道竞争激励，西麦第二曲线难度大，我们认为行业处于高景气早期阶段，西麦品牌力、渠道力有望在该赛道复用。

【主要逻辑】

一、燕麦主业：产品升级迭代，积极拥抱新渠道

中国燕麦人均消费量提升潜力巨大，西麦产品向着复合、有机、功能化燕麦片升级。在传统渠道流量变迁背景下，公司主动将资源向高增长的新兴渠道倾斜，近几年在零食量贩、仓储会员店、线上渠道、即时零售等新平台均取得不错增长。

二、第二曲线：药食同源高景气，积极布局大健康赛道

公司积极布局食养粉、蛋白粉、肽饮等高附加值大健康品类，2026H1 食养粉销售业绩超过 7000 万元，实现从 0 到 1 的突破，公司下半年将启动食养粉的线上投放。

风险提示：消费需求波动风险、食品安全风险、新品表现不及预期风险、原材料价格上涨风险。

核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,896	2,240	2,731	3,243	3,770
增长率	20.2%	18.1%	21.9%	18.8%	16.3%
归母净利润（百万元）	133	172	270	343	413
增长率	15.4%	28.9%	57.3%	26.9%	20.4%
每股收益（EPS）	0.43	0.55	0.86	1.10	1.32
市盈率（P/E）	42.2	32.7	20.8	16.4	13.6
市净率（P/B）	3.7	3.5	3.1	2.9	2.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

投资要点 4
关键假设 4
区别于市场的观点 4
股价上涨催化剂 4
投资建议 4
西麦食品核心指标概览 5
一、 公司简介：燕麦行业龙头，布局大健康领域 6
1.1 发展历史：燕麦谷物起家，迈向营养与大健康 6
1.2 公司治理：家族式民营企业，实施员工持股计划 6
1.3 业务简介：燕麦产品持续升级，培育大健康第二曲线 7
二、 行业驱动：燕麦渗透率提升，药食同源迎发展 9
2.1 燕麦行业：长期稳定增长，渗透率和集中度尚未见顶 9
2.2 药食同源：高景气高成长，格局较为分散 12
三、 西麦食品：燕麦主业升级扩张，第二曲线初显成效 16
3.1 燕麦产品：纯燕麦向有机升级，复合燕麦持续高增 16
3.2 渠道机会：传统经销精耕细作，积极拥抱各类新渠道 17
3.3 第二曲线：布局未来赛道，积极探索药食同源 20
四、 盈利预测：收入延续快速增长，产品结构持续升级 21
4.1 盈利能力：成本下降利好毛利率，产品结构持续升级 21
4.2 投资建议：燕麦片稳健增长，第二曲线有望放量 22

图表目录

图 1：西麦食品核心指标概览图 5
图 2：西麦食品发展历程 6
图 3：西麦食品股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日） 6
图 4：西麦食品营业总收入及增速 7
图 5：西麦食品归母净利润及增速 7
图 6：西麦食品分品类收入占比 8
图 7：谷物β-葡聚糖的作用 9
图 8：年轻人养生方式 10
图 9：65 岁及以上人口占比（%） 10
图 10：网上购买过医疗健康产品的老人存在的健康问题 10
图 11：中国早餐谷物行业规模及增速 11
图 12：中国早餐谷物行业增速及量价拆分 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：2025 年不同地区早餐谷物人均消费量对比（千克/千人） 11
图 14：中国早餐谷物行业各公司市场份额（%） 11
图 15：2025 年不同国家早餐谷物行业 CR3 11
图 16：2023&2024 年药食同源话题讨论人群年龄分布及变化 13
图 17：2023&2024 年药食同源话题讨论人群性别分布及变化 13
图 18：燕麦片、超级粉粉、药食同源粉、黑芝麻粉等品类市场规模 14
图 19：冲饮品线上规模（百万元） 14
图 20：冲泡类产品占比 14
图 21：西麦食品不同类别产品收入占比 17
图 22：公司纯燕麦片收入及增速 17
图 23：公司复合燕麦片收入及增速 17
图 24：公司冷食燕麦片收入及增速 17
图 25：公司不同销售模式收入及直营收入占比 18
图 26：公司南方、北方经销商数量及增速 18
图 27：公司平均单个经销商收入及增速 18
图 28：西麦食品零食量贩渠道收入增速 19
图 29：公司山姆渠道在售产品 19
图 30：中国燕麦进口量及增速 21
图 31：芝加哥期货交易所燕麦期货价格（美分/蒲式耳） 21
图 32：西麦食品毛利率 21
图 33：西麦食品不同产品毛利率 21

表 1：西麦食品董事会与高管团队 7
表 2：我国药食同源物质目录政策发展历程 13
表 3：2025 年电商平台五谷营养粉市场格局 15
表 4：部分滋补类药食同源产品 15
表 5：西麦食品每年推出新品情况（2021—2025 年） 16
表 6：公司大健康主要产品一览 20
表 7：西麦食品收入拆分及预测（百万元） 22
表 8：西麦食品及可比公司估值 23

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

关键假设

纯燕麦片：2026H1 收入 5.08 亿元，同比增长 20.7%，产品以有机化、高蛋白化为升级方向，有机燕麦等新品以及山姆等新渠道继续成为纯燕麦片的主要增长拉动，预计 2026-2028 年纯燕麦片收入同比+18%/+15%/+12%。

复合燕麦片：2026H1 收入 6.78 亿元，同比增长 22.0%，是公司当前第一大品类，也是近几年收入增长的核心引擎，其中牛奶燕麦、燕麦+等已经成为明星大单品，随着产品迭代和渠道扩张，仍将保持快速增长，预计 2026-2028 年复合燕麦片收入同比+22%/+20%/+18%。

冷食燕麦片：2026H1 收入 0.95 亿元，同比增长 10.0%，收入占比相对较小，预计 2026-2028 年冷食燕麦片收入同比+8%/+8%/+8%。

其他主营业务：2026H1 收入 0.82 亿元，同比增长 76.9%，公司积极开拓大健康新赛道，食养粉实现从 0 到 1 的突破，上半年实现超过 7000 万元的销售额业绩，预计 2026-2028 年其他主营业务收入同比+70%/+40%/+30%。

区别于市场的观点

1、市场担心西麦食品收入成长性，我们认为：燕麦行业渗透率和集中度提升均尚未见顶，公司燕麦片产品持续迭代升级，积极拥抱各类新兴渠道，产品和渠道双轮驱动下仍将保持较快的增长。

2、市场认为食养粉市场竞争激烈，西麦第二曲线难度大，我们认为：行业当前处于成长早期，虽然格局分散，但西麦凭借品牌力、产品力，有望打造出新的大单品。

股价上涨催化剂

1、有机燕麦、食养粉等新品销售超预期；

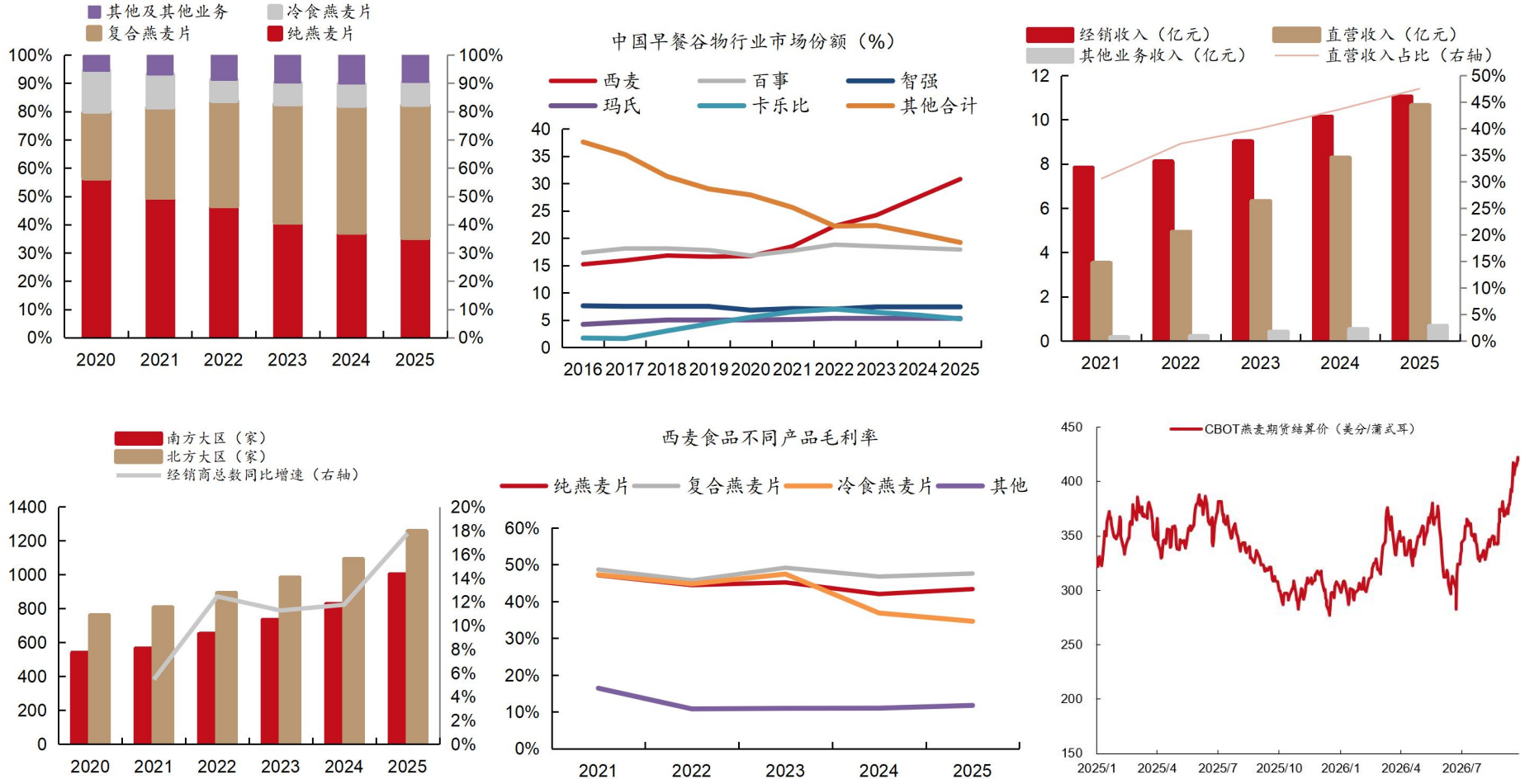
2、燕麦采购成本下降。

投资建议

投资建议：燕麦主业稳健增长，第二曲线逐步成型，给予“买入”评级。西麦食品是燕麦行业龙头，随着居民健康意识提升，燕麦渗透率还有巨大的提升潜力，公司积极向复合、有机、功能化燕麦片升级，同时积极拥抱各类新渠道，产品和渠道双轮驱动燕麦主业稳健增长。此外，公司布局大健康新赛道，食养粉实现从 0 到 1 突破，行业处于高景气阶段，格局尚待集中，看好公司将品牌和渠道优势在该赛道复用。我们预计 2026-2028 年公司营业总收入分别为 27.31/32.43/37.70 亿元，同比+21.9%/+18.8%/+16.3%；同期归母净利润分别为 2.70/3.43/4.13 亿元，同比+57.3%/+26.9%/+20.4%，首次覆盖，给予“买入”评级。

西麦食品核心指标概览

图 1：西麦食品核心指标概览图



资料来源：ifind，欧睿，西麦食品 2020-2025 年度报告，wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司简介：燕麦行业龙头，布局大健康领域

1.1 发展历史：燕麦谷物起家，迈向营养与大健康

西麦食品由创始人谢庆奎于 1994 年创立“西麦”品牌、以燕麦谷物食品起步，2004 年贺州、2012 年河北生产基地相继投产，形成“南有贺州、北有河北”的产能格局；2019 年 6 月在深交所挂牌上市，2020 年江苏工厂投产，形成三大生产基地布局；2022 年南京大健康研究院揭牌，研发重心向燕麦营养与大健康延伸，2023 年粉类产品收入同比增长 80%，益生菌蛋白粉上市 4 个月销售突破 1,000 万元；2024 年迎来成立三十周年，2025 年实现营业收入 22.40 亿元、同比增长 18.11%，归母净利润 1.72 亿元、同比增长 28.93%，营收与利润双双创上市以来新高。目前公司拥有产能 15 万吨、四大生产研发基地，合作经销商超 2,000 家，稳居国内燕麦行业龙头地位。

图 2：西麦食品发展历程

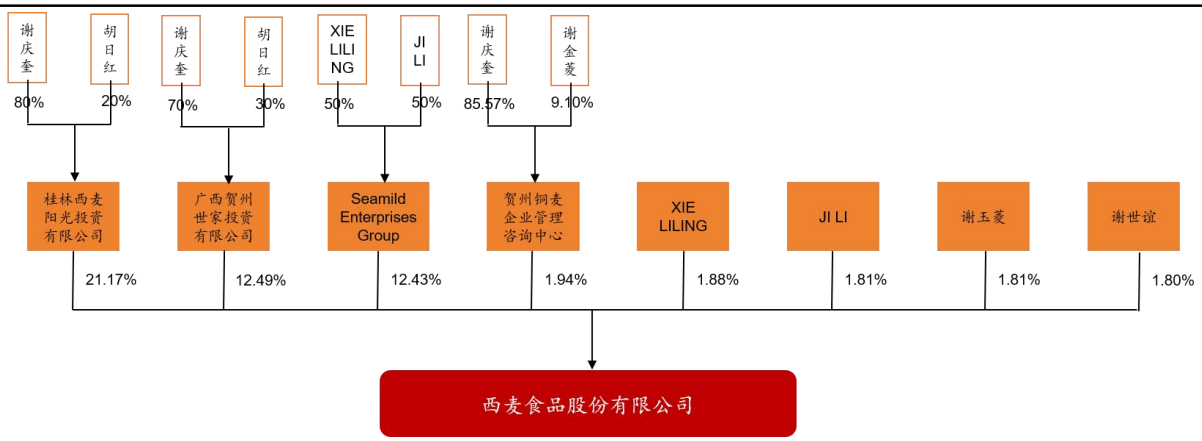


资料来源：iFinD、西麦食品官网、西麦食品 2023 年度报告、2026 半年度报告、西部证券研发中心

1.2 公司治理：家族式民营企业，实施员工持股计划

西麦食品为家族式民营企业。公司实际控制人为谢庆奎、胡日红、XIE LILING、谢金菱及 JI LI，谢世谊和谢玉菱为公司实际控制人的一致行动人。截至 2026 年 6 月 30 日，实际控制人及一致行动人通过桂林西麦阳光投资、广西贺州世家投资、Seamild Enterprises Group、贺州铜麦企业管理咨询中心等公司间接及直接持有上市公司股份，合计持股比例约 55.30%。

图 3：西麦食品股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



资料来源：wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

公司由家族掌舵，内部长期培养高管，实施员工持股计划。公司核心管理层稳定，而且在燕麦及大健康行业深耕多年，由创始人谢庆奎任公司董事长，总经理孙红艳 2004 年即加入公司，历任区域经理、省区经理、大区总监、销售总监、副总经理，对渠道体系与产品结构理解深入。此外，西麦推出 2025 年员工持股计划，持有人包括董事、高管、核心骨干在内不超过 62 人，业绩考核目标为以 2024 年营业收入作为基准，2025/2026/2027 年营业收入相比 2024 年增长率分别不低于 15%/32.25%/52.0875%。

表 1：西麦食品董事会与高管团队

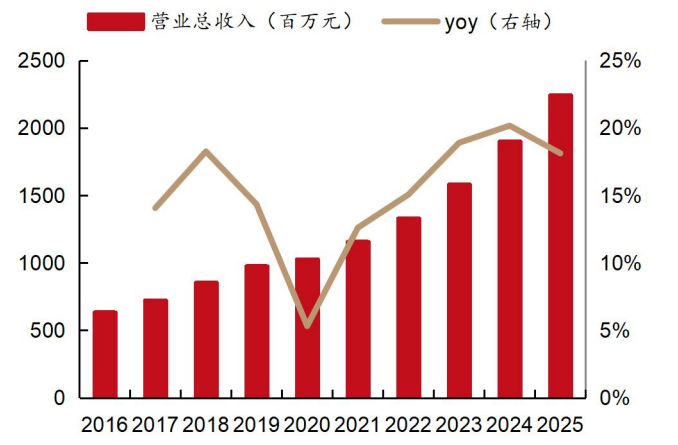
姓名	职务	任职日期	性别	年龄	履历简介
谢庆奎	董事长	2017-05-27	男	75	1951 年生，中国国籍。历任桂林西麦食品股份有限公司董事长、总经理，现任桂林西麦食品股份有限公司董事长。
孙红艳	董事、总经理	2025-08-25	女	46	2004 年起历任公司区域经理、省区经理、大区总监、销售总监、副总经理；现任公司董事、总经理。
谢金菱	董事、副总经理、董事会秘书	2017-05-27	女	49	历任公司法务审计部经理、采购部经理、董事长助理、副总经理、董事、董事会秘书；现任公司董事、董事会秘书、副总经理。
张志雄	财务负责人	2026-06-12	男	51	历任桂林集琦药业及集琦集团、桂林振达生物科技等财务岗；后任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：ifind，西部证券研发中心

1.3 业务简介：燕麦产品持续升级，培育大健康第二曲线

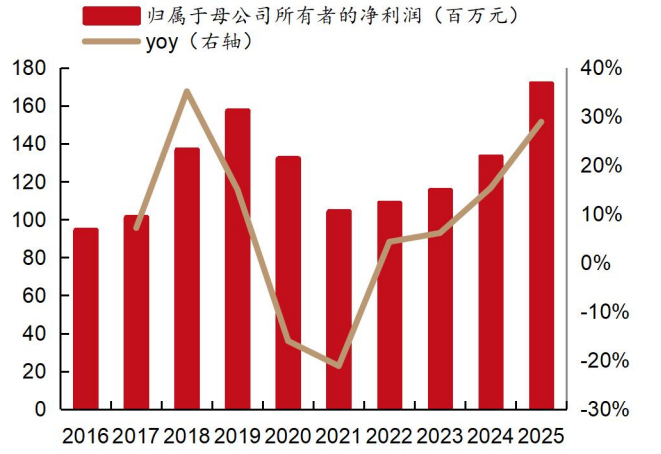
收入长期稳健增长，利润随成本波动。2015-2025 年公司营业收入由 5.68 亿元增至 22.40 亿元，十年复合增速 14.7%，尤其是 2021 年后收入增长明显提速。2015-2025 年归母净利润由 0.66 亿元增长至 1.72 亿元，但期间曾出现过波动，2019 年归母净利润达到阶段性高点 1.57 亿元，随后受燕麦原料成本上行与销售费用投入加大影响，利润出现下滑，2022 年后归母净利润重新恢复增长，并在 2025 年突破前期峰值。

图 4：西麦食品营业总收入及增速



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 5：西麦食品归母净利润及增速

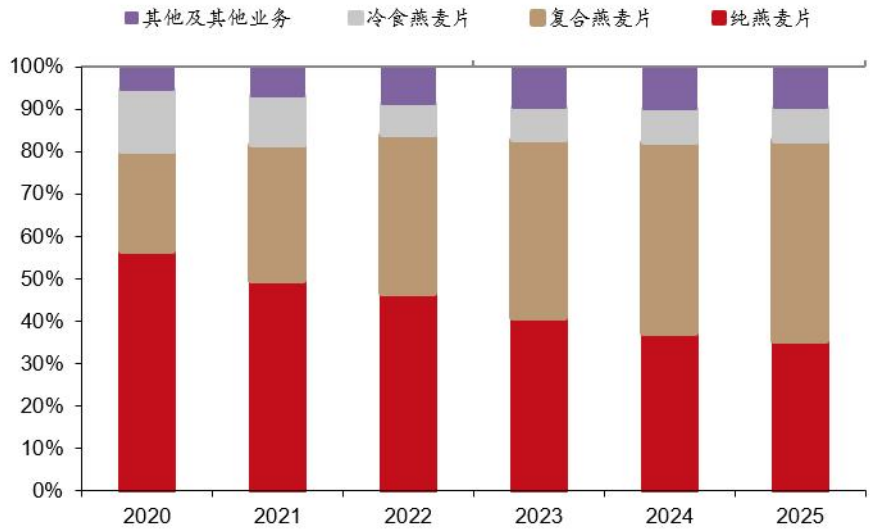


资料来源：wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

公司业务以燕麦谷物食品为主体、大健康食品为增量，产品附加值持续提升。燕麦谷物食品分为纯燕麦片、复合燕麦片与冷食燕麦片三大品类，2025 年收入分别为 7.95 亿元、10.53 亿元、1.77 亿元，占公司营业收入的 35.5%、47.0%、7.9%。其中复合燕麦片占比自 2020 年的 23.6%持续提升至 2025 年的 47.0%，并在 2023 年起超越纯燕麦片成为第一大品类；纯燕麦片作为基础产品，占比从 2020 年的 56.5%下降至 2025 年 35.5%，但收入规模在持续增长，有机燕麦是升级的主要方向。冷食燕麦曾在 2020 年前后经历过网红周期，随后收入占比下降。大健康食品为公司第二增长曲线，2025 年推出黄芪人参山药粉、燕窝肽杏仁七白粉、人参石斛八珍粉、红参阿胶五红粉四款药食同源粉，另外公司还有蛋白质粉、肽饮等产品，2026 年上半年食养粉收入超 7000 万元。

图 6：西麦食品分品类收入占比



资料来源：ifind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

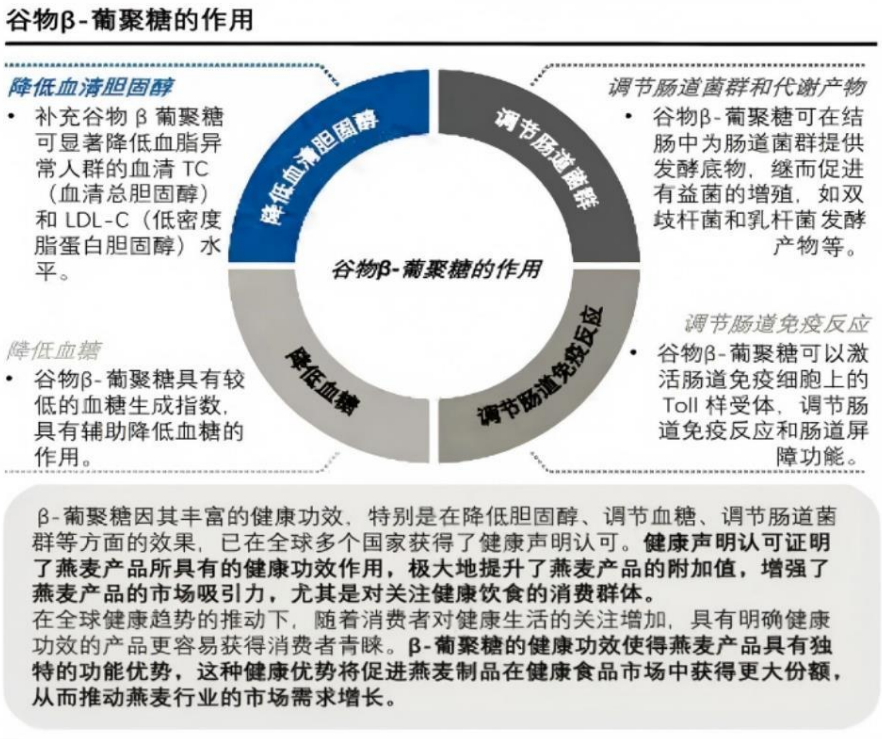
二、行业驱动：燕麦渗透率提升，药食同源迎发展

2.1 燕麦行业：长期稳定增长，渗透率和集中度尚未见顶

燕麦是天然健康的食品，富含谷物β-葡聚糖对人体有多种益处。燕麦是唯一上榜“全球十大健康食物”的谷类食品，其膳食纤维含量是精制大米的26倍、小麦粉的35倍，具有很好的降糖降脂、抗氧化、提高免疫力功效。燕麦的核心健康价值来自β-葡聚糖，作为燕麦中富含的可溶性膳食纤维，β-葡聚糖在降低血清胆固醇、降低血糖、调节肠道菌群与调节肠道免疫反应四个方面具有明确的生物学作用。这一功效已获多个国家和地区监管机构的健康声明认可：1997 年美国食品药品监督管理局（FDA）批准了其历史上第一个针对特定食品的健康声明，结论为每日摄入至少3克来源于燕麦的β-葡聚糖有助于降低罹患心脏病的风险。此后，欧盟、加拿大、马来西亚、澳大利亚和新西兰等区域亦陆续批准关于燕麦产品相关的健康声明。

健康管理需求增长，年轻人和银发群体两端同时推动。大众健康观念正从“疾病治疗”转向“主动预防”和“品质生活”，推动健康消费需求持续释放。从人群画像看，年轻消费者更倾向于选择时间成本低、投入较小且便于融入日常生活的“轻养生”方式，中国青年报社一项针对1,334名青年的调查显示，97.2%的受访青年尝试过“轻养生”，其中食疗养生以59.8%的占比成为最受欢迎的方式。银发群体规模持续扩大，2025年末我国60岁及以上人口达3.23亿、占总人口的23.0%，老年人健康问题主要集中在三高、心血管疾病等慢性疾病，普遍面临多病共发挑战，这与β-葡聚糖降胆固醇、调节血糖的作用方向高度契合，燕麦从早餐主食扩展为覆盖全年龄段的健康食品。

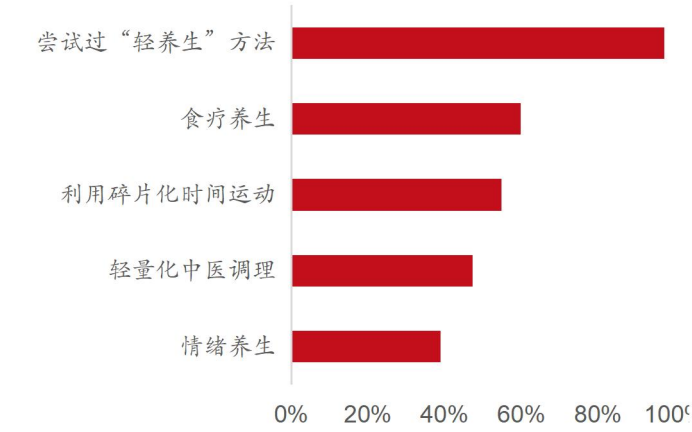
图 7：谷物β-葡聚糖的作用



资料来源：西麦食品 2025 年度报告，西部证券研发中心

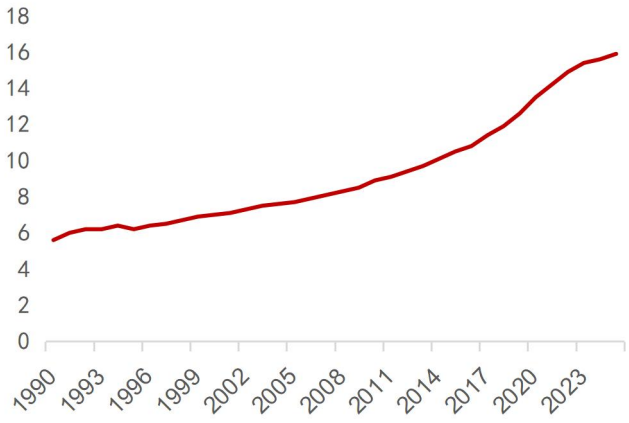
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：年轻人养生方式



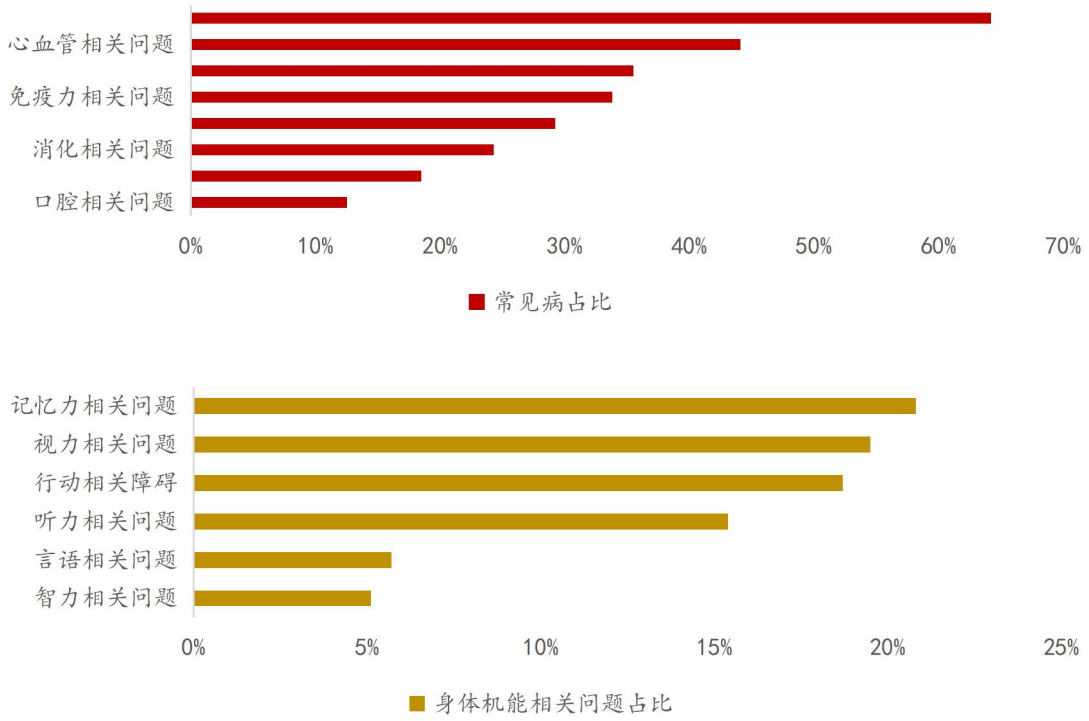
资料来源：江西药监公众号，西部证券研发中心

图 9：65 岁及以上人口占比（%）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 10：网上购买过医疗健康产品的老人存在的健康问题



资料来源：京东健康&艾瑞咨询《中国银发人群健康养老消费报告》，西部证券研究中心

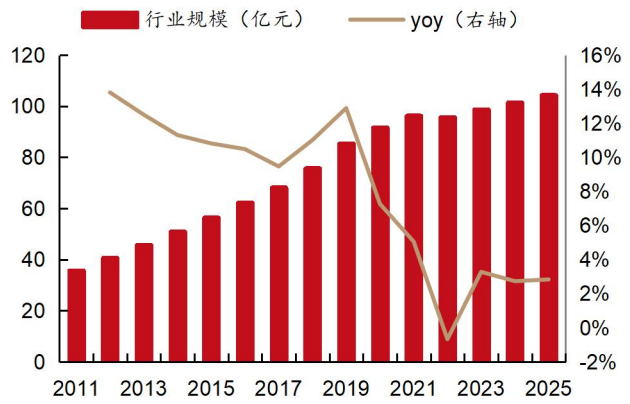
行业规模稳步扩张，量价同步推动增长。根据欧睿数据，2011-2025 年中国早餐谷物行业零售额由 35.7 亿元增至 104.2 亿元，复合增速 8.0%，零售量由 13.0 万吨增至 23.4 万吨，复合增速 4.3%。除销量增长外，行业均价增长的背后是产品结构持续升级，复合燕麦、有机燕麦等高附加值产品不断涌现。

横向对比，人均消费量提升潜力巨大。2025 年中国早餐谷物人均消费量为 166.5 千克/千人，仅相当于美国人均消费量的 1/29。即使是周边饮食习惯相近的中国香港、日本、韩国，早餐谷物人均消费量分别也有 935.6、643.0、628.6 千克/千人。较低的消费基数，叠加健

下载日志已记录，仅供内部参考

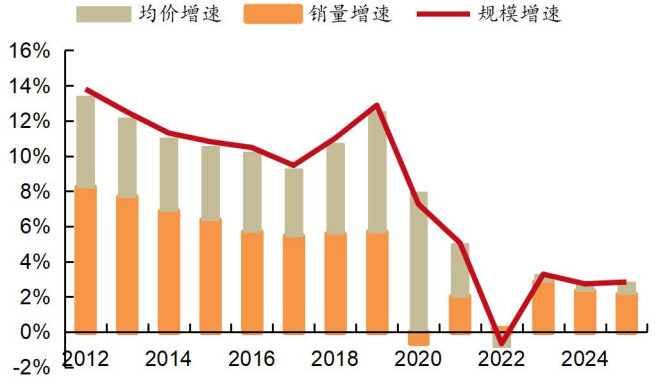
康饮食理念的持续深化，构成行业渗透率长期提升的基础。

图 11：中国早餐谷物行业规模及增速



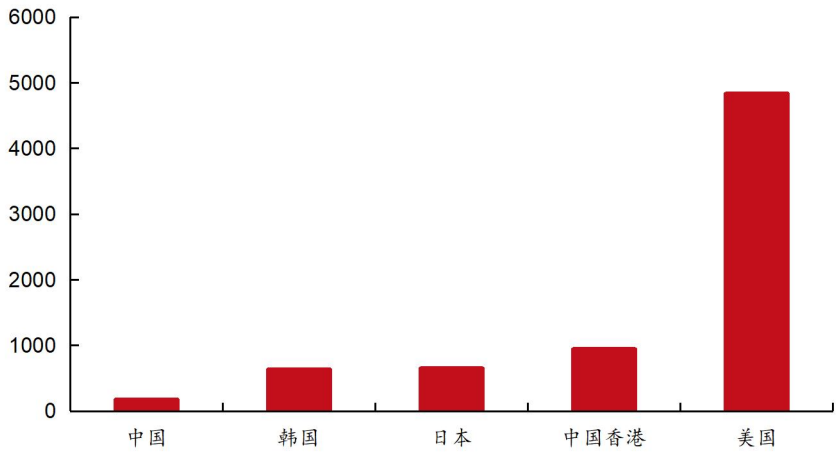
资料来源：欧睿，西部证券研发中心

图 12：中国早餐谷物行业增速及量价拆分



资料来源：欧睿，西部证券研发中心

图 13：2025 年不同地区早餐谷物人均消费量对比（千克/千人）



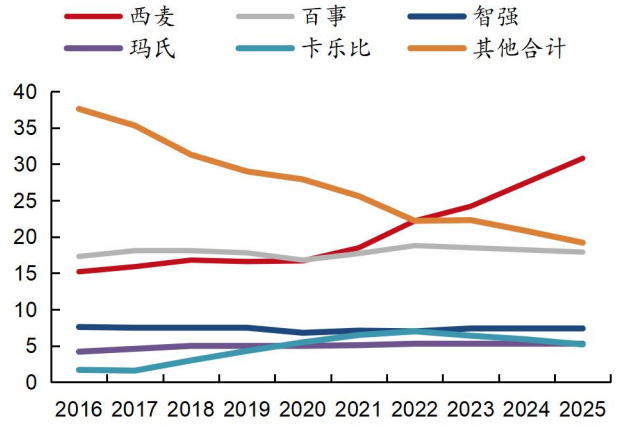
资料来源：欧睿，西部证券研发中心

西麦份额持续提升，行业仍有集中空间。根据欧睿数据，西麦食品市场份额由 2016 年的 15.2%提升至 2025 年的 30.8%，尤其是 2021 年后提升速度加快，明显领先第二第三品牌。从行业集中度看，中国 CR3 为 56.1%，低于美国的 66.1%、日本的 84.0%与韩国的 90.8%，近几年其他中小品牌合计份额持续下降至 19.2%。随着燕麦市场持续发展，消费者品牌意识增强，具有全产业链优势以及品牌影响力的头部企业市场份额将进一步提升。

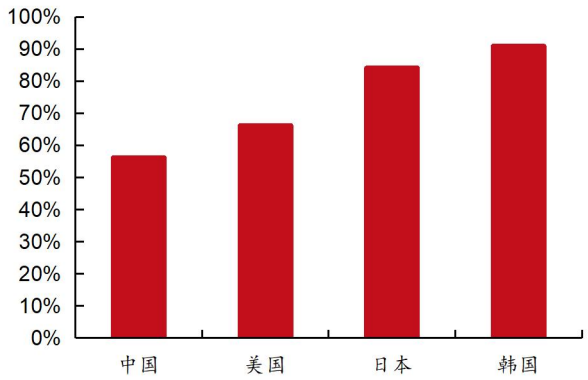
图 14：中国早餐谷物行业各公司市场份额（%）

图 15：2025 年不同国家早餐谷物行业 CR3

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：欧睿，西部证券研发中心



资料来源：欧睿，西部证券研发中心

2.2 药食同源：高景气高成长，格局较为分散

“药食同源”是指部分物质兼具食品与中药材双重属性。根据《食品安全法》及国家卫健委《按照传统既是食品又是中药材的物质目录管理规定》，目录中所列物质，可以同时作为食品原料销售和中医临床使用，强调“食养”理念，通过日常饮食的长期调理，达到亚健康改善与疾病预防目的。我国现代法规体系自 1988 年首批名单形成，此后历经多轮增补，2019 年、2023 年、2024 年分别新增 6 种、9 种、4 种物质，截至 2025 年 5 月，目录内物质已增至 106 种。宣传方面，根据监管规定，普通食品不得宣称具有保健功能或疾病预防治疗功能，严禁使用医疗用语。

中老年人群仍是消费主力，年轻人食养需求提升。据魔镜洞察 2024 年数据，50 岁以上中老年人在食疗滋补养生人群中占比最高，达到 19.3%，仍是当前主力消费群体。与此同时，消费人群呈现年轻化趋势，35 岁以下年龄段占比提升 4.0pcts，其中 26-35 岁区间提升最明显。从性别来看，女性占比超过六成，而且由 2023 年的 64.0%进一步升至 2024 年的 65.2%。

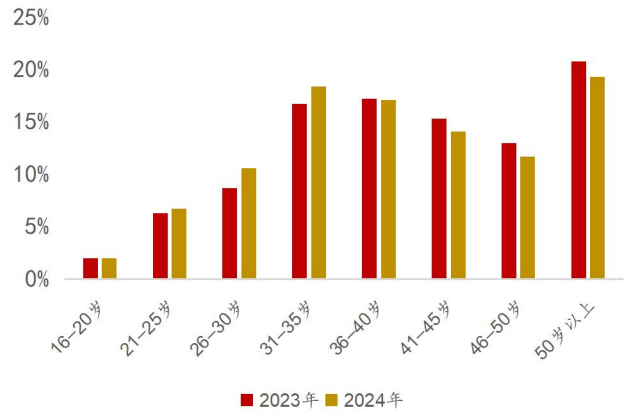
下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：我国药食同源物质目录政策发展历程

实施主体	发布时间	政策文件	具体内容
卫生部	1987年	《禁止食品加药卫生管理办法》	共33种
卫生部食品卫生监督检验所	1988年	《既是食品又是药品的品种名单》（（88）食监检字第23号）	共61种
卫生部	2002年	《既是食品又是药品的物品名单》（卫法监发〔2002〕51号）	更新后共计87种
国家卫生和计划生育委员会	2014年	《按照传统既是食品又是中药材物质目录管理办法(征求意见稿)》	共100种
国务院	2016年	《“健康中国2030”规划纲要》	提出了健康中建设的目标和任务，将“共建共享全民健康”作为战略主题，预防为主，关口前移
国家卫生健康委 国家市场监督管理总局	2019年	《关于当归等6种新增按照传统既是食品又是中药材的物质公告》（2019年第8号）	将当归、山奈、西红花、苹果、姜黄、荜茇等6种物质纳入按照传统既是食品又是中药材的物质目录管理，仅作为香辛料和调味品使用，共93种
国家卫生健康委 国家市场监督管理总局	2023年	《关于党参等9种新增按照传统既是食品又是中药材的物质公告》（2023年第9号）	将党参、肉苁蓉（荒漠）、铁皮石斛、西洋参、黄芪、灵芝、山茱萸、天麻、杜仲叶等9种物质纳入按照传统既是食品又是中药材的物质目录，更新后共102种
国家卫生健康委员会 国家市场监督管	2024年	《关于地黄等4种按照传统既是食品又是中药材的物质的公告》（2024年第4号）	将地黄、麦冬、天冬、化橘红等4种物质纳入目录，更新后共106种

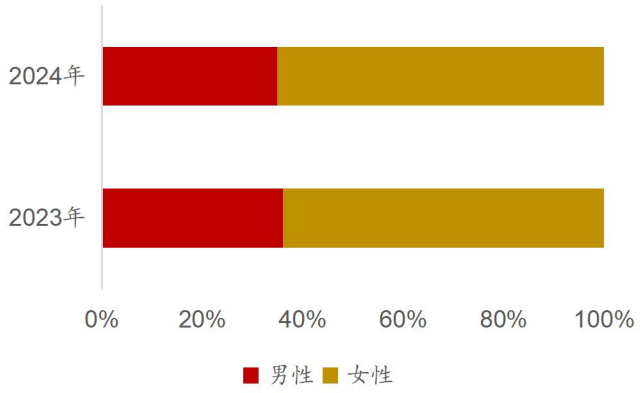
资料来源：卫健委，中国质量新闻网，卫生计生委，国务院，西部证券研发中心

图 16：2023&2024 年药食同源话题讨论人群年龄分布及变化



资料来源：魔镜洞察，西部证券研发中心

图 17：2023&2024 年药食同源话题讨论人群性别分布及变化



资料来源：魔镜洞察，西部证券研发中心

药食同源行业规模数百亿，处于高景气高成长阶段。根据西麦人公众号统计，目前冲饮市场规模已超过 600 亿元，其中燕麦片市场规模超 100 亿元，超级粉粉约 150 亿元、药食同源粉约 280-320 亿元，黑芝麻粉约 80-100 亿元，药食同源粉是比传统燕麦片和黑芝麻粉市场空间更大的赛道，而且当前增速在 20%-30%。从线上数据看，根据久谦统计，冲泡类产品电商销售额规模从 2018 年的 38.8 亿元增至 2025 年的 110.2 亿元，复合增速 16.1%，其中冲饮麦片与谷物营养粉为两大核心品类，占比分别为 25.4%、21.4%。

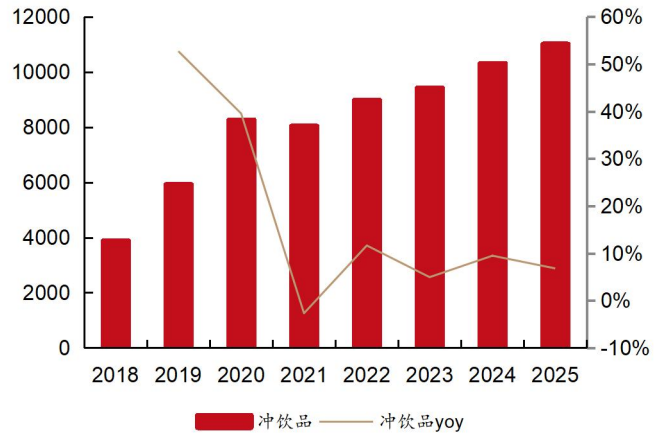
下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：燕麦片、超级粉粉、药食同源粉、黑芝麻粉等品类市场规模



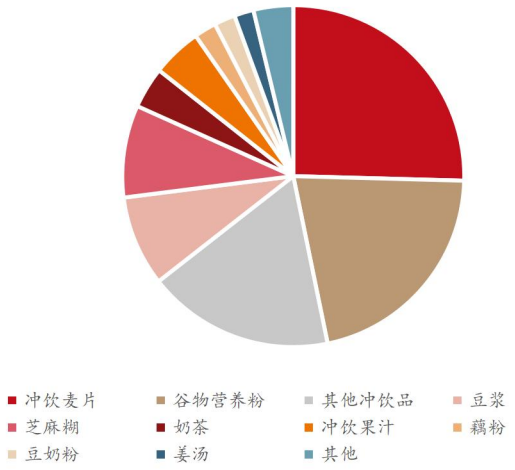
资料来源：西麦人公众号，西部证券研发中心

图 19：冲饮品线上规模（百万元）



资料来源：久谦数据中台，西部证券研发中心

图 20：冲泡类产品占比



资料来源：久谦数据中台，西部证券研发中心

行业仍处发展早期，格局较为分散，品牌尚待集中。以线上五谷营养粉数据为例，五谷磨房市场份额 7.2%居于首位，其次是江中猴菇份额 4.6%，前五名份额合计仅 21.1%，市场中充斥着大量的中小品牌与白牌。我们认为药食同源市场分散的根源在于品类尚处发展早期，消费者对产品的认知较为分散，从口味、成分、配方到功效涉及多个维度，头部公司还未形成鲜明的品牌记忆和较强的品牌影响力。以滋补类的产品为例，既有以阿胶为代表的传统滋补产品，也有很多品牌布局养生丸类、五谷营养粉类产品，不同产品细分功能和主要成分不乏相似之处。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：2025 年电商平台五谷营养粉市场格局

	线上零售额（百万元）	市场份额
总计	2353	100%
五谷磨房	169	7.2%
江中猴菇	109	4.6%
添维思	100	4.3%
领纤	67	2.8%
Rawmode	52	2.2%
奉协堂	47	2.0%
九阳 Joyoung	47	2.0%
生命山	44	1.9%
南国	34	1.4%
永和豆浆 Yon Ho	27	1.2%
其他	1658	70.5%

资料来源：久谦数据中台，西部证券研发中心

表 4：部分滋补类药食同源产品

产品类型	产品品牌	产品名称	细分功能	主要成分
传统滋补品	东阿阿胶	低糖黄精阿胶糕	滋补润养	黑芝麻、阿胶、黄酒、黄精、黄芪、核桃、东阿水等
养生丸类	北京同仁堂	五黑黑芝麻丸球	滋补养发	炒黑芝麻（60.46%）、黑桑椹粉（4.87%）、黑果枸杞粉（4.87%）、熟黑米粉（2.34%）、熟黑豆粉（2.34%）人参黄精草本膏（0.65%）
	五谷磨房	0糖黑芝麻丸	滋补养发	黑芝麻、聚葡萄糖液、黑米、麦芽糖醇液、奇亚籽、黑大豆、黑藜麦、黑麦片
五谷营养粉	五谷磨房	核桃芝麻黑豆粉	营养早餐、黑发养发	核桃芝麻黑豆谷物粉(黑芝麻、黑大豆、黑米、秘米、燕麦片、红枣干、核桃仁、山药、奇亚籽、藜麦)、结晶果糖(黑大豆、黑芝麻、黑米、奇亚籽、黑藜麦)含量≥70%，黑芝麻含量≥30%
	西麦食品	红参姜黄五红粉	营养代餐	五红粉(不低于78%)(红米粉、赤小豆粉、红糖、红枣粉、枸杞粉、红皮花生粉)，生姜粉(2%)，红参粉(选用五年及五年以下人工种植人参)，姜黄粉，甘草粉
	喜纯	五红粉	饱腹代餐	红豆粉、红米粉、红枣粉、红糖粉、枸杞粉、红皮花生衣粉
	江中食疗	五黑粉	营养早餐、黑发养发	黑米、黑芝麻、结晶果糖、大枣、桂圆、枸杞子、桑椹、核桃仁、黑豆、阿胶
	花姐食养	八珍粉	营养早餐、养胃祛湿	八珍浓浆(饮用水、燕麦、铁棍山药片、猴头菇粉、莲子、薏苡仁、芡实、苓、陈皮、稻米油、食用盐)、饮用水

资料来源：淘宝，天猫，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、西麦食品：燕麦主业升级扩张，第二曲线初显成效

3.1 燕麦产品：纯燕麦向有机升级，复合燕麦持续高增

西麦作为燕麦行业龙头，产品覆盖面广、细分品类齐全，且新产品迭代持续。公司产品矩阵覆盖纯燕系列、复合系列、休闲系列三大主线，并向药食同源粉、蛋白粉肽饮等大健康品类延伸，2025 年公司提出“守正创新”总方针，将“创新”列为全年核心关键词。从年报披露的研发项目看，公司近年新品方向清晰，由基础冲调向营养强化、功能化、场景化演进。公司 2021 年推出五黑谷物燕麦片、多肽蛋白质粉礼盒；2022 年上线抖音专供黑芝麻核桃粉，同时根据电商渠道需求开发高纤燕麦豆浆产品；2023 年开发燕麦营养+（维生素矿物质燕麦片）、燕麦胚芽米与全麦粉，切入主食化场景；2024 年推出七白燕麦片与厚切燕麦吐司，跨界烘焙；2025 年进一步落地燕麦乳茶、低 GI 谷物粉及功能营养型药食同源冲调粉。

表 5：西麦食品每年推出新品情况（2021—2025 年）

年度	主要新品&研发项目	产品方向
2021	五黑谷物燕麦片、多肽蛋白质粉礼盒、乳酪 / 燕麦脆	传统食养、大健康礼盒
2022	抖音专供黑芝麻核桃粉、高膳食纤维燕麦豆浆（粉）、生椰拿铁燕麦 / 牛乳轻茶燕麦（散称）、咸味果蔬燕麦片	电商专供、散称、风味化
2023	燕麦营养十（维生素矿物质燕麦片）、高纤快熟燕麦片（3kg 装）、燕麦胚芽米、燕麦全麦粉、全麦脆	营养强化、主食化、代餐
2024	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、牛乳 / 豆乳燕麦片（电商定制）、低 GI 冷泡燕麦	药食同源、烘焙跨界、电商定制
2025	燕麦乳茶、营养富集型中老年易食营养餐、风味型燕麦粥、功能营养型药食同源冲调粉、低 GI 谷物粉、祛湿驱寒养胃古方粉类	药食同源粉、功能化、场景化

资料来源：公司 2021-2025 年度报告，西部证券研发中心整理

燕麦产品结构持续升级，复合燕麦片成为第一大品类。2020 年到 2025 年，公司复合燕麦片收入占比从 23.6%提升到 47.0%，纯燕麦片收入占比从 56.5%下降至 35.5%，产品结构变化的背后是公司新品研发向着更高附加值的方向努力。

纯燕麦片是公司基础产品，有机化是升级方向，2026 年增长提速。2021-2025 年纯燕麦片收入由 5.73 亿元增至 7.95 亿元，复合增速 8.5%。2026H1 纯燕麦片实现收入 5.08 亿元，同比增长 20.7%，明显提速受益于公司有机燕麦带来增量，2025 年有机燕麦销售规模接近 1.5 亿元，2026H1 同比增长接近 80%。随着张北有机基地落成，原料瓶颈已大幅缓解，产能利用率快速爬坡，有机燕麦有望继续成为纯燕麦增长的重要驱动。

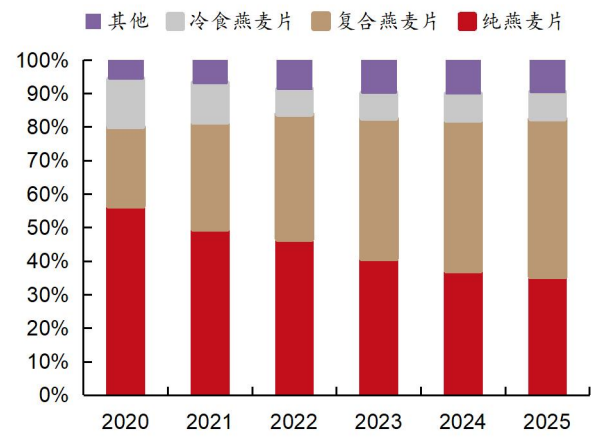
复合燕麦片是近几年增长的主要引擎，核心大单品有望持续增长。2021-2025 年复合燕麦片收入由 3.67 亿元增至 10.53 亿元，复合增速 30.1%，收入占比升至 47.0%。2026H1 复合燕麦片实现收入 6.78 亿元，继续保持 22.0%的快速增长。其中核心大单品燕麦+、牛奶燕麦 2025 年收入分别超过 3 亿元、2.5 亿元，26H1 燕麦+销售额近 2 亿元。

冷食燕麦占比较小，2023 年开始恢复增长。冷食燕麦曾经作为网红零食经历过一波产品生命周期，2023 年开始重新恢复增长，2025 年收入 1.77 亿元，同比增长 18.9%，销售

下载日志已记录，仅供内部参考

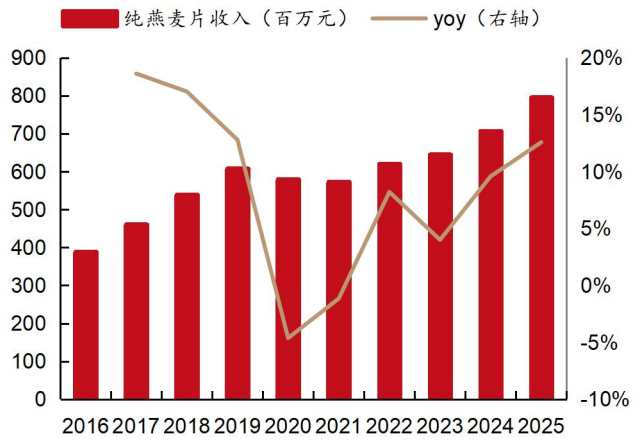
占比 7.9%，2026H1 收入同比增长 10.0%。

图 21：西麦食品不同类别产品收入占比



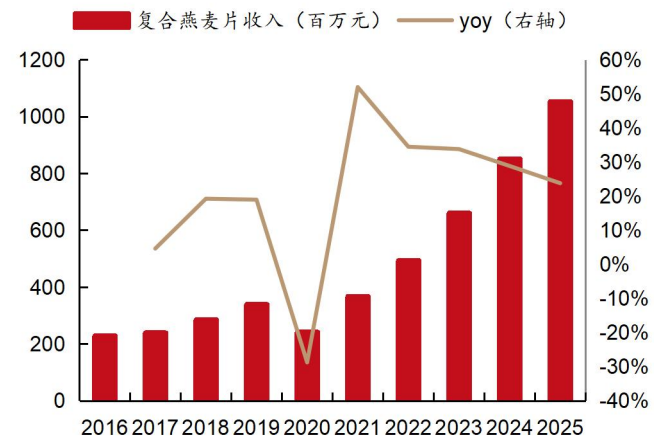
资料来源：ifind，西部证券研发中心

图 22：公司纯燕麦片收入及增速



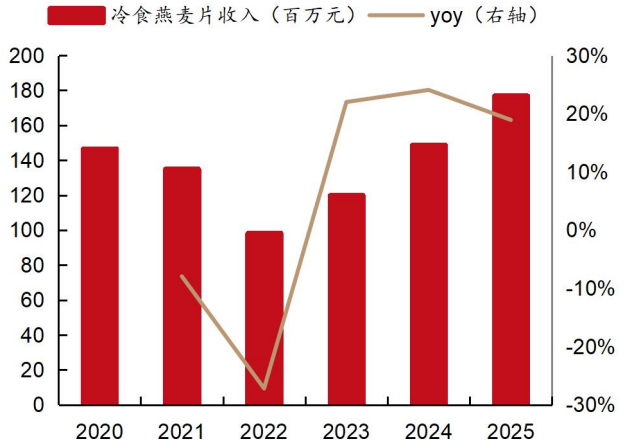
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 23：公司复合燕麦片收入及增速



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 24：公司冷食燕麦片收入及增速



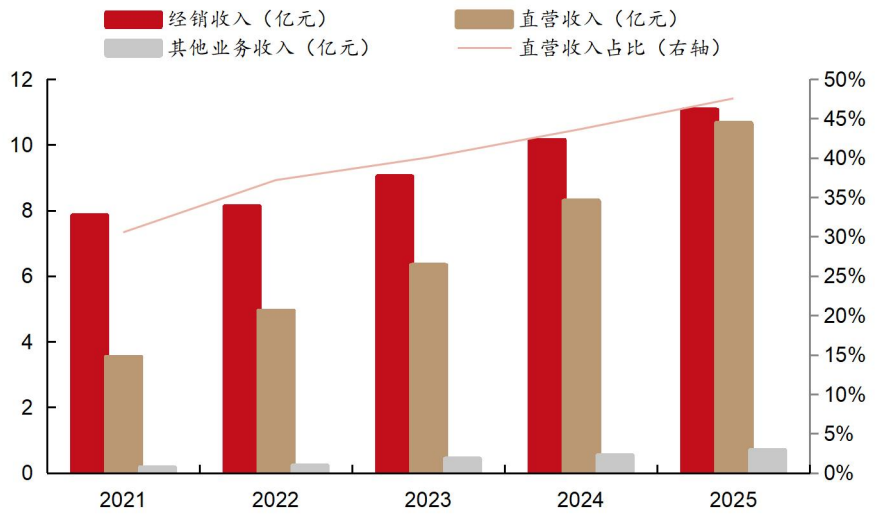
资料来源：wind，西部证券研发中心

3.2 渠道机会：传统经销精耕细作，积极拥抱各类新渠道

全渠道布局，直营占比提升。西麦食品践行“全域布局、精细运营”的策略，从传统线下经销、电商平台到零食量贩、会员制商超、兴趣电商、即时零售等渠道都有布局。2021-2025 年，公司直营模式收入由 3.52 亿元增至 10.65 亿元，复合增速 31.9%，占比从 30.5%提高至 47.5%。

下载日志已记录，仅供内部参考

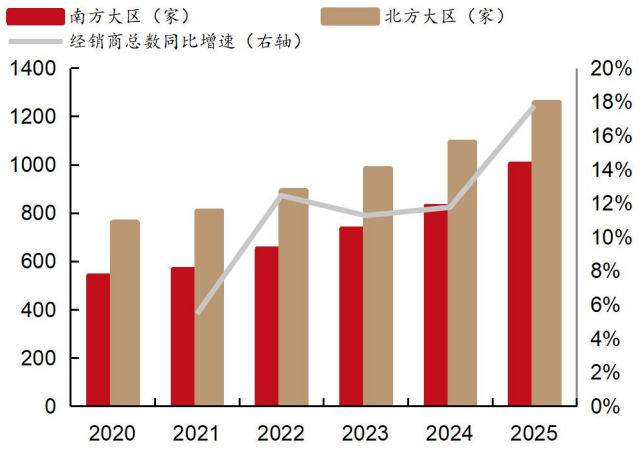
图 25：公司不同销售模式收入及直营收入占比



资料来源：ifind，西部证券研发中心

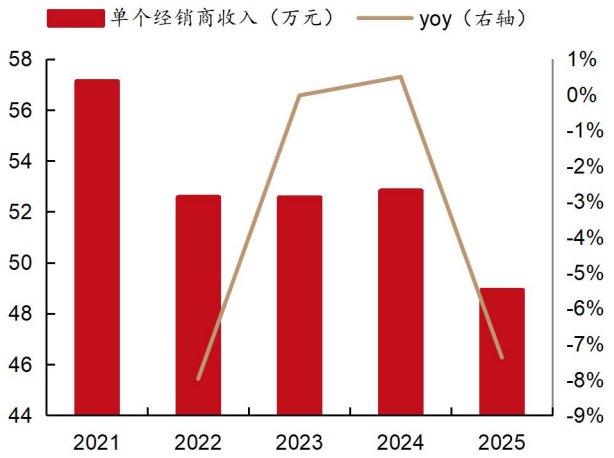
传统渠道精耕细作，经销商网络持续扩张。西麦在传统线下市场推动渠道精耕和下沉，巩固 KA、AB 类超市等传统优势网点，重点打造“百万县城、千万城市、亿元省区”，通过渠道下沉扩大县城区域销售占比。2020-2025 年公司南方大区经销商数量从 541 家增长至 1004 家，北方经销商数量从 761 家增长至 1257 家，北方优势市场进一步加密的同时，南方空白市场也得以快速发展。

图 26：公司南方、北方经销商数量及增速



资料来源：西麦食品 2020-2025 年度报告，西部证券研发中心

图 27：公司平均单个经销商收入及增速



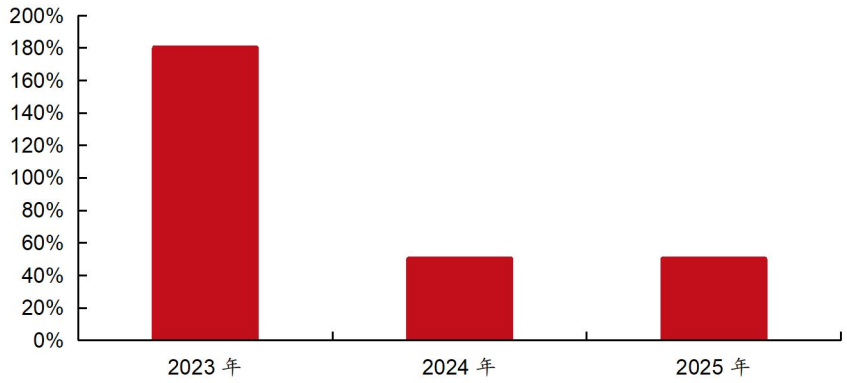
资料来源：西麦食品 2021-2025 年度报告，wind，西部证券研发中心

积极拥抱渠道变革，发展重心转向新兴渠道。面对传统渠道流量变迁，西麦积极调整经营策略，2026 半年报中明确指出“主动降低对传统 KA 卖场的依赖，资源向高增长的新兴渠道倾斜”，近几年公司在零食量贩、仓储会员店、兴趣电商、即时零售等新平台均取得不错增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

✓ **零食量贩：**2024、2025 连续两年公司在零食量贩渠道保持近 50%的增长，2026H1 该渠道继续快速扩容，同比增长近 60%，成为拉动收入的核心增量渠道，公司将继续导入新品，并通过产品升级改良提升与渠道的适配度。

图 28：西麦食品零食量贩渠道收入增速



资料来源：西麦食品 2023-2025 年度报告，西部证券研发中心

✓ **仓储会员店：**2026H1 谷物创新中心在盒马、山姆等渠道实现超 100%的增长，产品端向功能化、场景化升级，山姆有机高蛋白燕麦片主打“通过 700+项农残检测”与高蛋白高纤维配方，高蛋白冷泡燕麦以 30 分钟冷泡即食切入办公室与户外场景，有机三色藜麦燕麦麸皮则以三色藜麦复配与 3 分钟即食强化功能属性。

✓ **线上渠道：**公司在各主流电商平台稳居燕麦品类销售第一，2025 年公司抖音平台销售同比增长超过 30%，拼多多 GSV 首次突破亿元，同比增长近 80%。更值得关注的是盈利质量的改善，2025 年公司实现线上“费用收窄、利润改善”。

✓ **即时零售：**公司持续拓展 O2O 业务，与京东到家、多点、美团等各大平台开展深入合作，2025 年即时零售渠道 GMV 超 1.5 亿元、同比增长超 30%，2026H1 到家业务保持双位数增长。

图 29：公司山姆渠道在售产品



资料来源：山姆超市 APP，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 第二曲线：布局未来赛道，积极探索药食同源

多维度整合大健康产业资源，打破品类消费边界。公司成立西麦食养、百瑞吉礼品事业部，并在桂林、定兴、宿迁等地先后设立大健康食品科技公司，形成“内生培育+外延合作”的大健康产业发展格局。产品端，公司成功推出多款药食同源粉，并布局蛋白粉、肽饮等高附加值大健康品类。

食养粉从 0 到 1 突破，下半年将加大推广力度和范围。公司“西麦食养”系列 2025 年首发的四款产品为红参阿胶五红粉、黄芪人参山药粉、燕窝肽杏仁七白粉、人参石斛八珍粉，此后进一步扩充至红参姜黄五红粉、猴头菇燕麦铁棍山药粉、五指毛桃赤小豆薏仁粉等产品矩阵，一方面以经典食养食材做科学配比，另一方面通过低温烘焙、酶解等工艺解决传统养生粉口感粗糙的问题。2026H1 食养粉销售业绩超过 7000 万元，实现从 0 到 1 的突破，销售主要来自线下渠道。公司下半年将启动食养粉的线上投放，一方面可直接带来线上的增量贡献，另一方面通过品牌宣传带动线下增长。

蛋白粉与肽饮定位更偏功能性的高附加值品类。公司 2025 年重点布局蛋白粉、肽饮方向，益生菌多肽蛋白粉、胶原蛋白燕窝肽饮、红参阿胶肽饮等产品持续发力，蛋白粉品类实现高速增长，2026 上半年蛋白粉与肽饮等高附加值产品继续稳健增长，成为公司新的利润增长点。

表 6：公司大健康主要产品一览

产品线	代表产品	规格	终端参考价	核心卖点
药食同源粉	红参阿胶五红粉	350g	¥43.9	药食同源配方，五味红色食材，内蒙古赤小豆、长白山红参、保定阿胶、江西红米、沧州红枣
	黄芪人参山药粉	350g	¥43.9	四味道地食材，河南铁棍山药、甘肃黄芪、新疆核桃、长白山人参
	燕窝肽杏仁七白粉	350g	¥53.9	七百（药食同源）：杏仁、薏仁、山药、莲子、百合、芡实、茯苓
	人参石斛八珍粉	350g	¥53.9	八味地道食材，河南铁棍山药、山东芡实、福建猴头菇、江西莲子、安徽茯苓、新会陈皮、云南铁皮石斛、长白山人参
蛋白粉	益生菌多肽蛋白粉	600g / 罐	¥351	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
饮品	红参阿胶五红发酵饮	50ml×5 瓶	¥89	含有 21 种成分，红参添加量 1000mg/瓶，阿胶肽 200mg/瓶

资料来源：西麦食品天猫官方旗舰店、西部证券研发中心

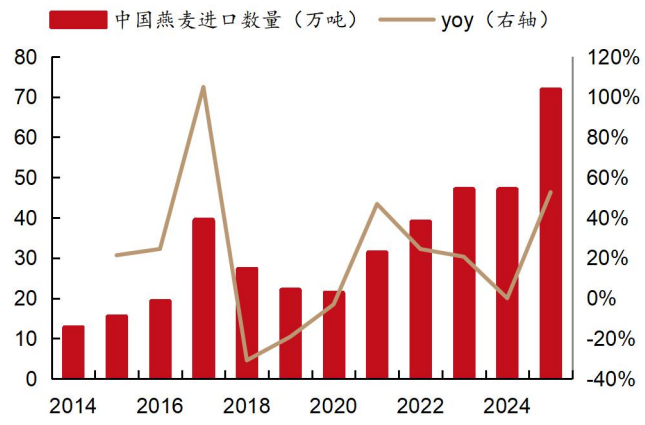
下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测：收入延续快速增长，产品结构持续升级

4.1 盈利能力：成本下降利好毛利率，产品结构持续升级

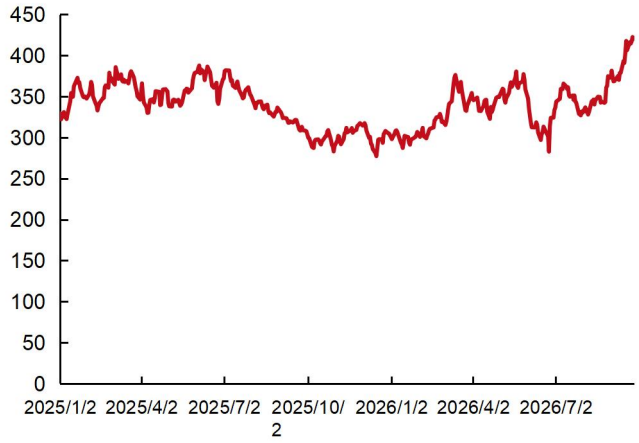
全产业链布局，燕麦价格下降利好毛利率。西麦全球布局优质燕麦产区，在澳洲设立绿色燕麦专属农场，在国内建设张北坝上有机燕麦基地、呼伦贝尔有机燕麦基地，提升原料成本控制能力。2025 年中国燕麦进口量 71.8 万吨，同比大幅增长。从价格趋势看，2025 下半年燕麦价格同比下降，公司毛利率开始受益于成本红利。展望未来，燕麦属于低耗水、低耗肥作物，干旱等不利天气下农民倾向于扩种此类作物，目前澳洲种植面积略有扩大，因此预计厄尔尼诺现象对燕麦采购成本影响不大。

图 30：中国燕麦进口量及增速



资料来源：wind，西部证券研发中心

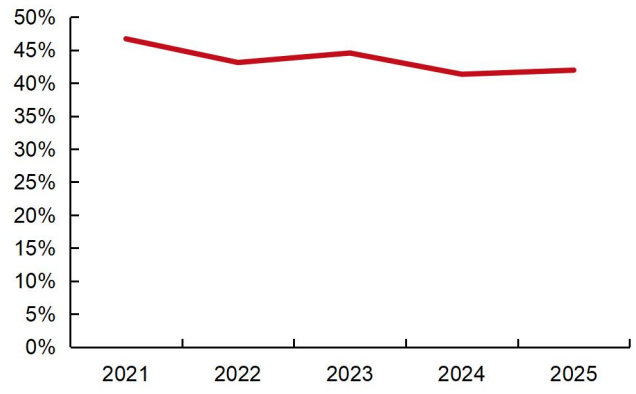
图 31：芝加哥期货交易所燕麦期货价格（美分/蒲式耳）



资料来源：wind，西部证券研发中心

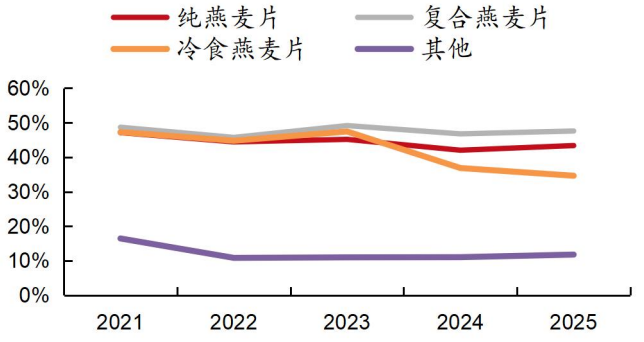
中长期看，产品结构升级有望抬升毛利率中枢。除原材料成本波动，产品结构变化也是影响公司毛利率的重要因素，2025 年公司纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片毛利率分别为 43.4%/47.6%/34.6%，燕麦片中收入增速最快的复合燕麦片（2021-2025 年收入 CAGR30.1%）毛利率长期高于另外两者。此外，公司其他主营业务 2025 年毛利率仅 11.8%，随着食养粉、蛋白粉、肽饮等高附加值产品快速增长，毛利率中枢有望提升。

图 32：西麦食品毛利率



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 33：西麦食品不同产品毛利率



资料来源：ifind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 投资建议：燕麦片稳健增长，第二曲线有望放量

纯燕麦片：2026H1 收入 5.08 亿元，同比增长 20.7%，产品以有机化、高蛋白化为升级方向，有机燕麦等新品以及山姆等新渠道继续成为纯燕麦片的主要增长拉动，预计 2026-2028 年纯燕麦片收入同比+18%/+15%/+12%。

复合燕麦片：2026H1 收入 6.78 亿元，同比增长 22.0%，是公司当前第一大品类，也是近几年收入增长的核心引擎，其中牛奶燕麦、燕麦+等已经成为明星大单品，随着产品迭代和渠道扩张，仍将保持快速增长，预计 2026-2028 年复合燕麦片收入同比+22%/+20%/+18%。

冷食燕麦片：2026H1 收入 0.95 亿元，同比增长 10.0%，收入占比相对较小，预计 2026-2028 年冷食燕麦片收入同比+8%/+8%/+8%。

其他主营业务：2026H1 收入 0.82 亿元，同比增长 76.9%，公司积极开拓大健康新赛道，食养粉实现从 0 到 1 的突破，上半年实现超过 7000 万元的销售额业绩，下半年继续加大线上投入，同时蛋白粉与肽饮等高附加值产品也保持稳健增长，预计 2026-2028 年其他主营业务收入同比+70%/+40%/+30%。

表 7：西麦食品收入拆分及预测（百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
纯燕麦片	644	706	795	938	1,079	1,208
yoy	4.0%	9.6%	12.6%	18.0%	15.0%	12.0%
复合燕麦片	661	851	1,053	1,285	1,542	1,819
yoy	33.8%	28.8%	23.8%	22.0%	20.0%	18.0%
冷食燕麦片	120	149	177	191	206	223
yoy	22.0%	24.1%	18.9%	8.0%	8.0%	8.0%
其他主营业务	110	136	146	248	347	451
yoy	17.8%	23.9%	7.1%	70.0%	40.0%	30.0%
其他业务收入	43	54	69	69	69	69
yoy	94.9%	25.3%	26.9%	0.0%	0.0%	0.0%
总收入	**1,578**	**1,896**	**2,240**	**2,731**	**3,243**	**3,770**
yoy	18.9%	20.2%	18.1%	21.9%	18.8%	16.3%

资料来源：wind、西部证券研发中心

投资建议：燕麦主业稳健增长，第二曲线逐步成型，给予“买入”评级。西麦食品是燕麦行业龙头，随着居民健康意识提升，燕麦渗透率还有巨大的提升潜力，公司积极向复合、有机、功能化燕麦片升级，同时积极拥抱各类新渠道，产品和渠道双轮驱动燕麦主业稳健增长。此外，公司布局大健康新赛道，食养粉实现从 0 到 1 突破，行业处于高景气阶段，格局尚待集中，看好公司将品牌和渠道优势在该赛道复用。我们预计 2026-2028 年公司营业总收入分别为 27.31/32.43/37.70 亿元，同比+21.9%/+18.8%/+16.3%；同期归母净利润分别为 2.70/3.43/4.13 亿元，同比+57.3%/+26.9%/+20.4%。我们选取同样品类景气的

下载日志已记录，仅供内部参考

零食和饮料公司妙可蓝多、有友食品、百润股份作为可比公司。其中，妙可蓝多主营奶酪等特色乳制品，有友食品聚焦休闲零食，百润股份以预调鸡尾酒为核心，三家公司均具备品牌化、产品差异化竞争力及细分赛道成长潜力。2026-2028 年平均 PE 分别为 24/19/16 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：西麦食品及可比公司估值

代码	公司	市值（亿元）	2026E-2028E 营业收入复合增速	2026E-2028E 收入归母净利润复合增速	EPS（元）			PE		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600882	妙可蓝多	96	15.8%	30.8%	0.66	0.90	1.14	28.6	21.0	16.7
603697	有友食品	40	16.1%	18.6%	0.55	0.66	0.77	17.2	14.2	12.2
002568	百润股份	199	10.4%	13.5%	0.73	0.83	0.94	25.4	22.3	19.7
	均值							23.7	19.2	16.2
002956	西麦食品	54	17.5%	23.6%	0.86	1.10	1.32	20.8	16.4	13.6

资料来源：wind、西部证券研发中心，可比公司估值参考 wind 一致预测，采取 2026 年 10 月 16 日收盘数据

四、风险提示

消费需求波动风险。公司下游需求与整体消费环境高度相关，若宏观环境恢复不及预期，可能拖累公司的收入表现。

食品安全风险。若采购、生产环节出现质量不稳定或安全事件，相关舆论风险可能放大影响，进而对公司商誉及销售造成不利影响。

新品表现不及预期风险。如果公司有机燕麦、食养粉等新品销售不及预期，可能影响公司整体收入增速。

原材料价格上涨风险。如果燕麦等原材料价格上涨，可能影响公司毛利率和净利率水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	269	203	239	251	289
应收款项	175	187	234	282	332
存货净额	281	274	331	391	452
其他流动资产	514	590	590	590	590
流动资产合计	**1,238**	**1,253**	**1,393**	**1,513**	**1,663**
固定资产及在建工程	648	686	829	900	965
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	40	58	72	87	102
其他非流动资产	265	283	282	281	280
非流动资产合计	**953**	**1,026**	**1,184**	**1,267**	**1,346**
资产总计	**2,191**	**2,280**	**2,577**	**2,781**	**3,009**
短期借款	129	94	94	94	94
应付款项	492	490	586	685	787
其他流动负债	15	13	13	13	13
流动负债合计	**635**	**597**	**692**	**792**	**894**
长期借款及应付债券	6	12	12	12	12
其他长期负债	18	39	39	39	39
长期负债合计	**24**	**51**	**51**	**51**	**51**
负债合计	**659**	**648**	**743**	**843**	**945**
股本	223	223	313	313	313
股东权益	1,532	1,632	1,833	1,938	2,065
负债和股东权益总计	**2,191**	**2,280**	**2,577**	**2,781**	**3,009**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	133	173	272	345	415
折旧摊销	35	55	44	51	56
财务费用	(7)	2	(1)	(2)	(2)
其他	9	36	(16)	(16)	(16)
经营活动现金流	**170**	**265**	**299**	**378**	**453**
资本支出	(222)	(122)	(202)	(135)	(135)
其他	(155)	(63)	7	7	7
投资活动现金流	**(376)**	**(186)**	**(194)**	**(128)**	**(128)**
债务融资	69	(27)	1	2	2
权益融资	(101)	(104)	(70)	(240)	(289)
其它	(5)	17	0	0	0
筹资活动现金流	**(37)**	**(114)**	**(69)**	**(238)**	**(287)**
汇率变动	(0)	(0)	0	0	0
现金净增加额	**(244)**	**(35)**	**36**	**12**	**39**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,896**	**2,240**	**2,731**	**3,243**	**3,770**
营业成本	1,112	1,300	1,572	1,855	2,146
营业税金及附加	17	18	22	27	31
销售费用	530	595	671	780	900
管理费用	124	141	170	202	234
财务费用	(7)	2	(1)	(2)	(2)
其他费用/（-收入）	(37)	(18)	(18)	(18)	(18)
营业利润	**157**	**202**	**315**	**399**	**480**
营业外净收支	(0)	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	**157**	**199**	**312**	**397**	**477**
所得税费用	24	26	41	52	62
净利润	**133**	**173**	**272**	**345**	**415**
少数股东损益	(0)	1	2	2	2
归属于母公司净利润	**133**	**172**	**270**	**343**	**413**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	9.0%	11.0%	15.8%	18.4%	20.9%
毛利率	41.3%	42.0%	42.4%	42.8%	43.1%
营业利润率	8.3%	9.0%	11.5%	12.3%	12.7%
销售净利率	7.0%	7.7%	10.0%	10.6%	11.0%
成长能力					
营业收入增长率	20.2%	18.1%	21.9%	18.8%	16.3%
营业利润增长率	15.8%	28.0%	56.5%	26.6%	20.2%
归母净利润增长率	15.4%	28.9%	57.3%	26.9%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	30.1%	28.4%	28.8%	30.3%	31.4%
流动比	1.95	2.10	2.01	1.91	1.86
速动比	1.51	1.64	1.53	1.42	1.35

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	0.43	0.55	0.86	1.10	1.32
BVPS	4.85	5.15	5.79	6.12	6.51
估值					
P/E	42.2	32.7	20.8	16.4	13.6
P/B	3.7	3.5	3.1	2.9	2.8
P/S	3.0	2.5	2.1	1.7	1.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。