

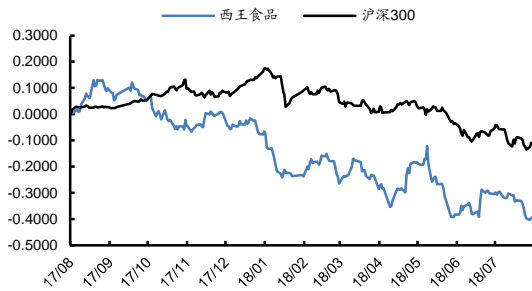
2018年08月24日
公司研究
评级：买入（维持）

研究所

 证券分析师：余春生 S0350513090001
 021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
 证券分析师：陈鹏 S0350517070001
 0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

收入增速环比回升，保健品受益成本下降

——西王食品（000639）中报点评

最近一年走势

相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
西王食品	-12.9	-26.1	-40.2
沪深300	-7.3	-13.3	-11.1

市场数据 2018-08-23

当前价格（元）	8.48
52周价格区间（元）	8.10 - 16.05
总市值（百万）	6538.25
流通市值（百万）	4471.54
总股本（万股）	77102.01
流通股（万股）	52730.39
日均成交额（百万）	53.01
近一月换手（%）	16.25

相关报告

《西王食品（000639）动态点评：集团债务担保彻底落地，保健品大幅受益成本下降》——2018-07-17

《西王食品（000639）业绩预告点评：业绩符合预期，保健品受益成本下降》——2018-07-12

《西王食品（000639）动态点评：保健品受益成本下降，集团债务担保得到解决》——2018-06-27

《西王食品（000639）事件点评：公司定增完成，踏上发展新征程》——2018-01-12

事件：

公司发布中报，2018年上半年实现营业收入27.58亿元，同比下滑4.25%，实现归属于上市公司股东的净利润2.05亿元，同比增长35.13%，EPS0.37元。其中二季度实现营业收入13.96亿元，同比增长0.58%，实现归属于上市公司股东的净利润1.21亿元，同比增长61.33%。

投资要点：

- 收入增速环比回升。**公司2018年一季度收入同比下滑8.77%，二季度收入同比增长0.58%，收入增速环比回升，主要是：（1）2017年植物油收入同比下降12.1%，公司经过渠道以及产品的调整，逐步恢复增长，上半年收入同比增长7.69%；（2）营养补给品一季度GNC、沃尔玛渠道销售有一定下滑，二季度GNC渠道销售已经恢复正常，Kerr北美业务目前调整进展良好，单二季度收入降幅收窄。
- 净利润增长超预期。**公司上半年净利润同比增长35.13%，净利润增长主要是：（1）食用油板块继续推行品牌推广及渠道深挖策略，最大限度发挥公司在渠道、人才、服务等方面优势，利润获得良好的增长态势；（2）公司积极与上游原料供应商（主要是乳清蛋白）展开战略谈判，锁定优惠价格，成本下降。
- 玉米油推新品抢占市场。**从健康的角度来看，玉米油是天然高级植物油，符合健康消费趋势。2018年食用油板块在巩固原有优势渠道的基础上，在餐饮行业、新零售及特殊流通渠道方面做了大量扎实的工作，推出高端品牌“好鲜生”系列产品及中端品牌“玲珑心”系列，积极抢占市场份额，有望在2018年下半年实现大的突破，公司目标2018年小包装销量超过双位数增长。
- 保健品受益成本下降。**海外保健品业务平稳发展，重点加快Kerr业务在电商渠道和国际市场的推广。国内借助西王食品国内销售网络及北京奥威特专业团队，境内2018年将完成“2+1”的品牌规划，在保持Muscletech系列产品高速增长的同时，全面展开新引进品牌Six star及Hydroxycut在中国区上市及销售工作，公司与天猫国际签署了ATE战略合作协议，利用天猫国际在跨境渠道的影响力和资源重点打造两个新品牌，2018年公司将加强健身房等线下渠道的开拓，加大资源投放力度，增加地推等人员配备，进一步提升品牌认知度和品牌形象，预计2018年国内保健品业务收入有望超过3.5亿元。从成本来看，

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

2017 年乳清蛋白成本均价 2.88 美元/磅, 2018 年一季度采购均价 2.1 美元/磅, 二季度价格锁定在 1.6 美元/磅, 受益原材料成本大幅下降, 保健品业务利润有望实现较大提升。

- **财务费用可下降约 1 亿元。**公司非公开发行募集资金净额 16.50 亿元, 募集资金一部分将用于归还前期并购加拿大保健品 Kerr 公司时所产生的国内借款(国内借款 10.05 亿元, 利率 8.5%), 公司国外 2.67 亿美元贷款已在陆续归还, 在归还借款后, 公司资本结构将得到改善, 2018 年财务费用有望减少 1 亿元左右, 盈利能力将大幅增厚。
- **投资建议:** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.60 元、0.72 元、0.86 元, 对应 PE 分别为 14X、12X、10X, 玉米油符合健康消费趋势, 保健品成本下降利润提升, 财务费用下降约 1 亿元增厚业绩, 股价低于定增价, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 乳清蛋白成本下降不及预期; 运动营养品业务发展不及预期、所得税率对 Kerr 公司影响不确定; Kerr 后继 20% 股权收购不确定; 传统植物油市场发展不及预期; 汇率波动的不确定性; 食品安全事故

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	5618.34	5786.89	6365.58	6874.83
增长率(%)	66.46%	3.00%	10.00%	8.00%
净利润(百万元)	343.28	461.69	553.69	661.05
增长率(%)	154.63%	34.50%	19.93%	19.39%
摊薄每股收益(元)	0.62	0.60	0.72	0.86
ROE(%)	12.36%	15.09%	15.21%	15.47%

资料来源: wind 资讯, 国海证券研究所

表：西王食品盈利预测表（不考虑后续收购 Kerr 公司剩余股权的影响）

证券代码:	000639.SZ				股价:	8.48	投资评级:	买入	日期:	2018-08-23
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	12.36%	15.09%	15.21%	15.47%	EPS	0.62	0.60	0.72	0.86	
毛利率	35.59%	37.00%	37.20%	37.40%	BVPS	5.03	4.34	5.10	5.98	
期间费率	26.64%	25.61%	24.82%	23.75%	估值					
销售净利率	6.11%	7.98%	8.70%	9.62%	P/E	13.60	14.16	11.81	9.89	
成长能力					P/B	1.69	1.95	1.66	1.42	
收入增长率	66.46%	3.00%	10.00%	8.00%	P/S	0.83	1.13	1.03	0.95	
利润增长率	154.63%	34.50%	19.93%	19.39%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.78	0.74	0.80	0.85	营业收入	5618	5787	6366	6875	
应收账款周转率	11.85	14.22	14.68	14.56	营业成本	3619	3646	3998	4304	
存货周转率	4.55	3.91	4.07	4.04	营业税金及附加	13	14	15	16	
偿债能力					销售费用	971	1053	1146	1210	
资产负债率	0.64	0.57	0.51	0.44	管理费用	281	289	318	344	
流动比	0.80	0.84	0.96	1.15	财务费用	245	140	116	79	
速动比	0.36	0.40	0.46	0.54	其他费用/(-收入)	76	39	38	40	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	473	638	766	915	
现金及现金等价物	200	289	318	344	营业外净收支	4	4	4	4	
应收款项	402	414	455	492	利润总额	477	642	770	919	
存货净额	929	936	1027	1105	所得税费用	81	109	131	156	
其他流动资产	53	53	53	53	净利润	396	533	639	763	
流动资产合计	1678	1788	1958	2107	少数股东损益	53	71	85	101	
固定资产	721	708	735	760	归属于母公司净利润	343	462	554	661	
在建工程	8	50	50	50	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	3271	3266	3261	3256	经营活动现金流	2195	702	733	830	
长期股权投资	10	10	10	10	净利润	396	533	639	763	
资产总计	7707	7838	8030	8198	少数股东权益	511	582	667	768	
短期借款	1105	105	105	105	折旧摊销	76	39	38	40	
应付款项	370	372	408	440	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	69	71	78	84	营运资金变动	-98	-13	-63	-55	
其他流动负债	0	0	0	0	投资活动现金流	-1427	-64	-64	-64	
流动负债合计	2088	2140	2047	1838	资本支出	-40	-60	-60	-60	
长期借款及应付债券	1280	780	480	180	长期投资	-2094	0	0	0	
其他长期负债	0	0	0	0	其他	720	0	0	0	
长期负债合计	2849	2349	2049	1749	筹资活动现金流	-860	-1593	-1513	-1338	
负债合计	4937	4489	4096	3587	债务融资	-603	-1500	-300	-300	
股本	551	771	771	771	权益融资	113	113	113	113	
股东权益	2770	3349	3934	4611	其它	-66	72	0	0	
负债和股东权益总计	7707	7838	8030	8198	现金净增加额	-92	-955	-844	-571	

资料来源: wind 资讯, 国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，8年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，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，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。