

2017 年 05 月 16 日

公司研究

评级：买入（维持）

运动营养品不简单是保健食品，也是“塑形”的

美容产品

——西王食品（000639）深度报告

研究所

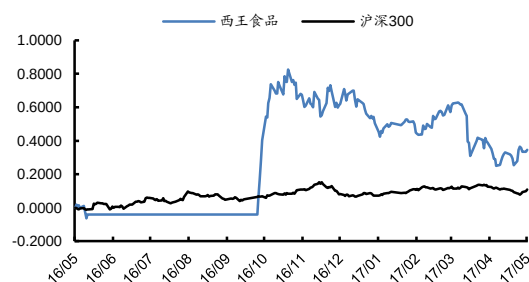
证券分析师：

021-68591576

余春生 S0350513090001

yucs@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
西王食品	-3.2	-7.1	38.5
沪深 300	-1.7	-0.4	10.8

市场数据

当前价格（元）	19.82
52 周价格区间（元）	13.65 - 27.84
总市值（百万）	9008.79
流通市值（百万）	7465.12
总股本（万股）	45453.05
流通股（万股）	37664.57
日均成交额（百万）	95.45
近一月换手（%）	20.89

相关报告

《西王食品（000639）2016 年年报点评：双主业支撑未来业绩高增长，集团债务担保风险可控》——2017-04-06

《西王食品（000639）事件点评：集团债务担保风险可控，上市公司基本面优异》——2017-03-30

《西王食品（000639）深度报告：管理层发展思路清晰，Kerr 有望实现高速增长》——2016-10-24

《西王食品（000639）事件点评：四大因素可

投资要点：

- **西王食品成功收购加拿大 Kerr 公司，进入保健食品领域。**西王食品 2016 年 10 月成功收购 Kerr 公司 60% 股权，标志着公司正式迈入大健康领域。2015 年中国保健食品行业市场规模突破 2000 亿元，但相比国外成熟市场仍差距较大，还处于高速发展时期。中国保健食品领域中的体重管理和运动营养市场几乎处于起步阶段，未来随着 Kerr 公司依托西王食品将明星产品引入国内市场，有望快速打开中国市场。
- **Kerr 公司的产品不仅是保健食品，也是“塑形”的美容产品。**Kerr 公司专注于运动营养和体重管理产品，其主要定位于热爱运动、喜欢健身以及注重身型的“爱美”人士。目前国内肥胖人群数量已经超越美国成为第一。人们在不断追求美的过程当中，从简单注重面貌到逐渐关注身体形态的美。Kerr 公司的产品不仅适用于运动人群，同时也适用于爱美且需要塑形的男性和女性。因此在这个未来万亿市值的生活美容市场，Kerr 的产品如果能够正确切入瘦身塑形细分市场，未来市场需求空间将十分广阔。
- **在运动营养市场上，Kerr 公司将凭借产品、研发和渠道优势继续稳固和发展北美市场，同时依托西王食品的国内平台，快速开拓中国市场。**深耕北美地区二十年，Kerr 公司已经拥有了良好的品牌效应、成熟的研发机制和广泛的营销渠道，其运动营养产品未来将随着北美地区市场的发展而稳健发展。在中国地区，Kerr 公司将依托西王食品开拓国内市场。西王食品拥有成熟的营销团队，并制定了完善的开拓市场的战略和计划，有望以线上线下相结合的方式快速打开中国市场，在渠道方面有针对性的选定了健身俱乐部为突破口。
- **在体重管理市场上，Kerr 公司将依托营销渠道和品牌优势，继续保持北美市场的领先，同时积极准备进入中国市场的方式和时机。**北美地区，Kerr 公司的体重管理产品常年保持第一，良好的口碑和优势的品牌将助力其继续领先。国内市场，除了和运动营养一样的推广方式以外，Kerr 的体重管理产品将更多定位于女性美容塑形，期望以美容院为突破口打开中国市场。

支撑Kerr公司后继业绩高增长》——2016-10-12
《西王食品（000639）2016年中报点评：多品种小油种和外延并购协同发展下，公司发展前景值得十分看好》——2016-08-14

- **特朗普税改方案若成功实施，Kerr 公司的利润将进一步增加。**特朗普最近推出税改草案，其中将可选消费行业 25%的所得税率大幅下调为 15%，这将直接利好保健食品行业的 Kerr 公司。如果所得税率下降到 15%，对 Kerr 公司分区域销售收入进行分别测算，得出从 2014 年至 2016 年，公司净利润将同比增加 9.05%、9.14%和 9.84%。另一方面，税改若成功实施，对美国经济也将形成刺激，有望提高美国居民消费，Kerr 公司将从中受益。
- **符合健康趋势和消费升级，西王食品传统植物油业务有望稳健发展。**食用植物油行业经历快速发展之后，开始进入平稳增长时期。虽然行业整体增速放缓，但是一些健康小油种却迎来了快速增长时期。随着人们追求健康意识的兴起以及消费趋势的升级，健康、营养并定位中高端的小油种逐渐受到人们的热捧。西王食品作为专注于发展健康小油种的公司，受益于消费升级和健康意识崛起，未来有望继续保持植物油业务的稳健发展。
- **在稳固北美保健市场并开拓中国市场的预期下，预测西王食品有望迎来利润的较快增长。**预计 Kerr 公司将在北美市场继续稳健发展，在中国市场进入快速发展时期。同时西王食品传统油脂业务受益于小品种健康油行业的高速发展，有望继续保持两位数的增长。
- **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级** 基于审慎性原则考虑，在未考虑非公开增发因素以及 Kerr 后继 20%股权收购因素对公司业绩及股本的影响，我们预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.84/1.10/1.43 元，对于当前股价 PE 分别为 23.43/17.85/13.73 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**Kerr 公司运动营养产品开拓中国市场不及预期；所得税率对 Kerr 公司影响不确定；公司非公开增发实施不确定；Kerr 后继 20%股权收购不确定；西王集团债务担保对公司影响的不确定；传统植物油市场发展不达预期；食品安全事故。

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%。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3375	5381	6343	7413
增长率(%)	50%	59%	18%	17%
净利润（百万元）	134.8	381	500	650
增长率(%)	-8%	183%	31%	30%
摊薄每股收益（元）	0.30	0.84	1.10	1.43
ROE(%)	4.84%	12.09%	13.84%	15.51%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、西王食品简介	6
1.1、内生外延三步走战略，迈入大健康领域	6
2、收购 Kerr 进入保健食品领域，运动营养和体重管理将是下一片蓝海	9
2.1、国内保健食品行业初具规模	9
2.2、体重管理和运动营养将是下一片蓝海	10
3、Kerr 产品不仅是保健食品，也是塑形的美容产品	12
3.1、拥抱美丽，生活美容是下一个万亿市场	12
3.2、爱美之心人皆有之，塑形美容需求未来可期	13
4、运动营养市场：稳固北美，开拓中国	15
4.1、运动营养蛋白粉为王，健身人群是绝对消费主力	15
4.2、Kerr 北美品牌优势明显，国内处于开拓市场阶段	17
5、体重管理市场：北美领先，国内起步	21
5.1、体重管理潜在消费巨大，肥胖人群托起千亿市场	21
5.2、Kerr 北美品牌持续领先，国内正处于起步阶段	23
6、特朗普税改方案若成功实施，Kerr 公司盈利有望实现进一步提升	25
7、符合健康趋势和消费升级，植物油业务稳健发展	26
7.1、食用油行业整体增速放缓，健康小油种发展迅速	26
7.2、主打健康和高品质，西王小油种业务快速发展	30
8、西王食品未来三年盈利预测	31
8.1、分市场预测西王食品未来三年营收和利润	31
9、盈利预测和投资评级	35
10、风险提示	35

图表目录

图 1: 西王食品经营模式	6
图 2: 西王食品三步走战略	6
图 3: 2016 年西王食品植物油业务产量、销量和库存	7
图 4: 西王食品植物油业务分产品营业收入和毛利率	7
图 5: 西王食品联合春华资本收购 Kerr 的交易架构	8
图 6: 西王食品股权结构	8
图 7: Kerr 公司运动营养和体重管理业务主要品牌	9
图 8: Kerr 公司分产品主营收入和毛利率	9
图 9: 中国保健食品行业发展阶段	10
图 10: 2009 年至 2015 年中国保健食品市场规模	10
图 11: 2015 年主要国家保健食品人均消费 (美元)	10
图 12: 2015 年主要国家保健食品市场四大品类分别占比	11
图 13: 2014 年中国保健食品各细分领域规模 (亿元)	11
图 14: 2015 年至 2020 年中国运动营养市场规模	12
图 15: 2015 年至 2020 年中国体重管理市场规模	12
图 16: 2015 年至 2020 年北美运动营养市场规模	12
图 17: 2015 年至 2020 年北美体重管理市场规模	12
图 18: 2011 年至 2015 年生活美容市场规模	13
图 19: 女性是美容产品消费主力	14
图 20: 2015 年专业美容和专业美发营收占比 (亿元)	14
图 21: 中国减肥塑形市场空间	14
图 22: 2015 年中国运动营养品细分产品规模 (亿美元)	15
图 23: 2015 年北美运动营养品细分产品规模 (亿美元)	15
图 24: 主要蛋白粉分类和特点	16
图 25: 2011 年至 2015 年中国健身房俱乐部数量	17
图 26: 2011 年至 2015 年中国健身俱乐部会员数量	17
图 27: 2011 年至 2015 年美国健身房俱乐部数量	17
图 28: 2011 年至 2015 年美国健身俱乐部会员数量	17
图 29: 中国和北美健身会员渗透率比较	17
图 30: 2015 年北美地区运动营养 CR5 为 38%	19
图 31: MuscleTech 和 Six Star 营业收入和同比增速	19
图 32: 2015 年中国运动营养 CR5 高达 85%	19
图 33: MuscleTech 对比 Met-Rx 优势明显	19
图 34: 西王食品采取线上线下并行方式推广 Kerr 产品	20
图 35: 中国经常参加体育锻炼的人数持续增加	21
图 36: 中国人常参与运动以跑步、竞走和羽毛球为主	21
图 37: 2015 年中国体重管理细分产品规模 (亿美元)	22
图 38: 2015 年美国体重管理细分产品规模 (亿美元)	22
图 39: 2015 年中国肥胖数量绝对值第一 (万人)	22
图 40: 中国肥胖率不断上升	22
图 41: 中国成年人和儿童青少年肥胖率均在上升	23
图 42: 中国肥胖情况分地域分析	23
图 43: 2015 年北美地区体重管理 CR5 为 35%	24
图 44: 截至 2016 年 10 月美国体重管理市场各品牌占比	24

图 45: Kerr 公司体重管理产品毛利和销量	24
图 46: 2015 年中国体重管理市场一家独大	25
图 47: 2012 年至 2015 年中国专业美容院数量	25
图 48: 特朗普税改对 Kerr 公司的所得税费用的影响测算	26
图 49: 2010 年至 2015 年中国食用植物油产量	27
图 50: 2010 年至 2015 年中国食用植物油消费量	27
图 51: 2010 年至 2015 年中国食用植物油净进口量	27
图 52: 2016 年中国各类植物油消费占比	27
图 53: 不同种类植物油优缺点对比	28
图 54: 2008 至 2013 年年中国葵花籽油产量	29
图 55: 2008 年至 2013 年中国玉米油产量和消费量	29
图 56: 2008 年至 2013 年中国人均玉米油消费	29
图 57: 2013 年主要国家人均玉米油消费量对比	29
图 58: 美国豆油和玉米油人均消费增速对比	29
图 59: 2012 年至 2016 年西王食品食用油销量	30
图 60: 中国玉米油市场各品牌占比	30
图 61: 西王食品各植物油品类和胚芽粕毛利率	30
图 62: 西王食品植物油和胚芽粕产量、销量和库存	30
图 63: 西王食品各植物油和胚芽粕营业收入	31
图 64: 中国玉米现货价和期货价均在下跌	31
图 65: 西王食品未来三年盈利预测（考虑收购和非公开增发对公司业绩的影响）	32

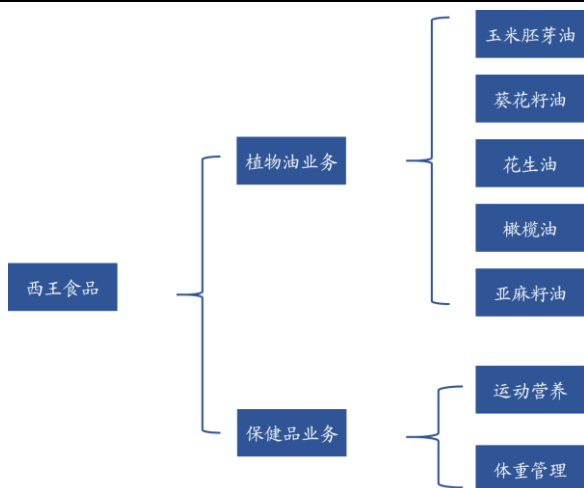
未找到图形项目表。

1、西王食品简介

1.1、内生外延三步走战略，迈入大健康领域

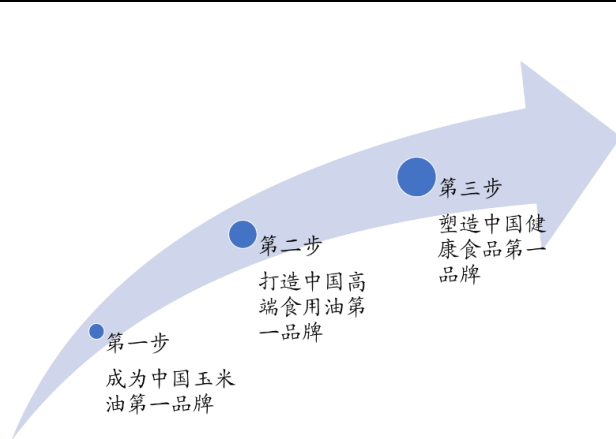
山东西王食品有限公司是国内最大的玉米胚芽油生产基地，2010 年被中国食品工业协会冠名“中国玉米油城”。其主要生产销售的产品为小包装食用油、散装食用油以及玉米油加工的副产品胚芽粕。2013 年后，在大力发展西王牌玉米胚芽油的同时，公司还陆续推出了葵花籽油、橄榄油、亚麻籽油、花生油等多个健康油种。在完成第一步成为中国玉米油第一品牌的战略后，公司开始向第二、三步战略目标冲刺。2016 年，公司通过收购加拿大北美地区知名运动营养与体重管理健康食品 Kerr 公司，成功迈入大健康领域。

图 1：西王食品经营模式



资料来源：公司年报、国海证券研究所

图 2：西王食品三步走战略



资料来源：公司年报、国海证券研究所

1.1.1、深耕传统植物油业务，终成中国玉米油城

十七年深耕传统植物油业务，西王食品成为了中国玉米油第一品牌。1999 年 10 月玉米毛油厂投产，西王食品正式进入植物油行业。2002 年 5 月，年加工 6 万吨玉米胚芽扩建改造项目投产，同年 8 月“西王”商标被认定为山东省著名商标。2004 年至 2010 年，公司继续开拓玉米油市场，并不断获得各项荣誉，包括西王玉米油荣获“山东名牌”称号、玉米油荣获“国家免检产品”称号和被中国食品工业协会冠名“中国玉米油城”。2011 年，西王食品成功在深圳 A 股主板上市，意味着公司在资本市场迈出了第一步。2013 年以后，公司开始扩展植物油品类，向中高端健康小油种发力，相继推出橄榄油、葵花籽油、花生油、亚麻籽油等。在成为中国玉米油第一品牌后，公司开始向着打造中国高端食用油第一品牌开始迈进。

2016 年公司植物油业务收入创新高，产量和销量增长均超过两位数。公司植物油业务收入中玉米油收入占比超过 80%，其余收入为其他小油种和胚芽粕。根据

公司 2016 年年报，公司植物油业务收入 25 亿元，创历史新高，其中完成销售小包装食用油 17.38 万吨，同比增长 21.81%，散装食用油 6.29 万吨，同比增长 43.49%。同时，公司通过不断的推出中高端健康小油种品类包括橄榄油、葵花籽油、亚麻籽油等，持续扩宽产品线并提高了公司除玉米油业务以外的收入。目前公司胚芽压榨能力 54 万吨，精炼及小包装年生产能力 30 万吨，未来公司有望持续在健康小油种上发力，成为中国高端食用油第一品牌。

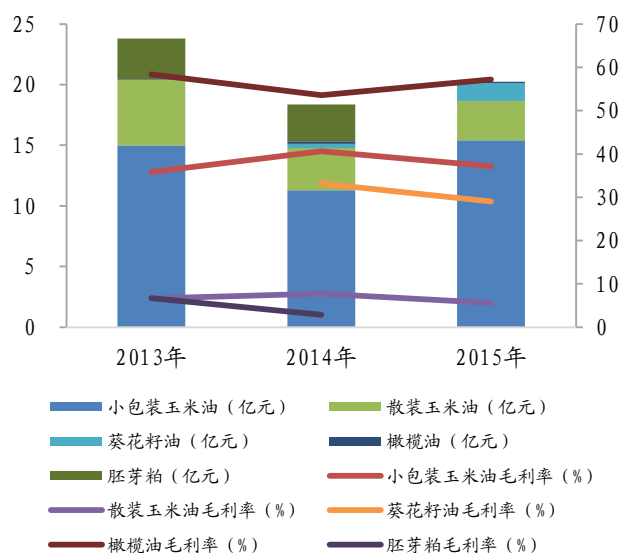
图 3：2016 年西王食品植物油业务产量、销量和库存

植物油	2016 年	2015 年
销售量 (吨)	236721	187708
生产量 (吨)	232734	190587
库存量 (吨)	22538	26393

注：2016 年，公司完成销售小包装食用油 17.38 万吨，同比增长 21.81%，散装食用油 6.29 万吨，同比增长 43.49%。胚芽粕 24.61 万吨，同比增长 26.51%。

资料来源：公司年报、国海证券研究所

图 4：西王食品植物油业务分产品营业收入和毛利率

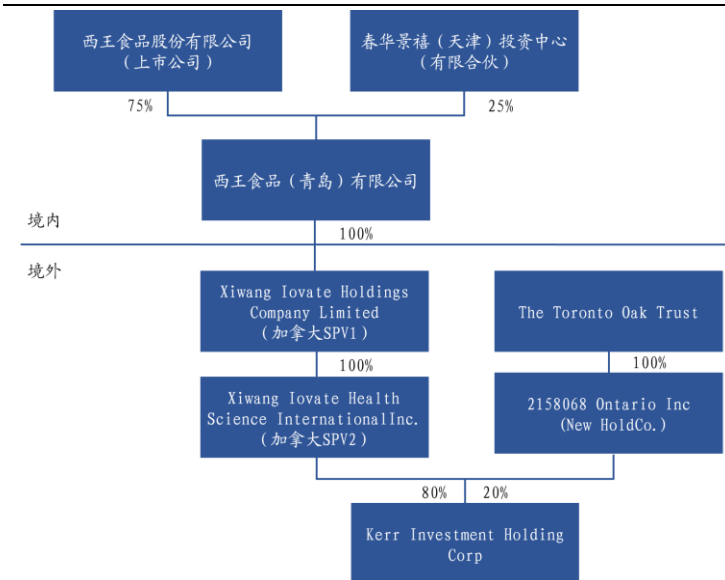


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1.2、大力推进外延式并购，进军保健食品领域

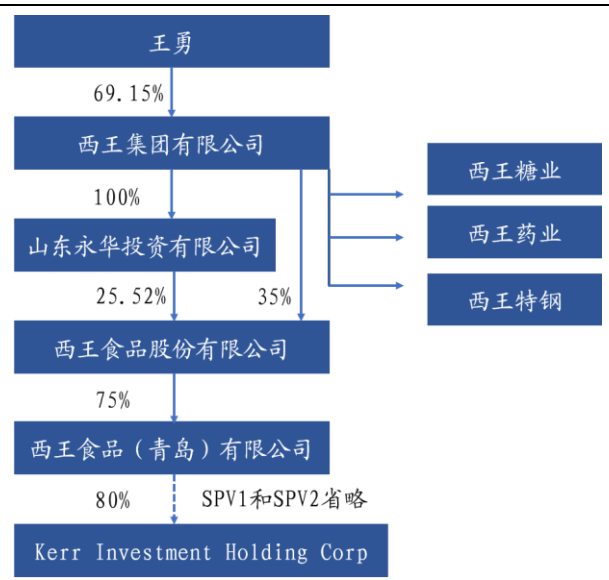
西王食品为快速拓展公司业务，并购加拿大 Kerr 公司，正式进入保健食品领域。西王食品于 2016 年与春华资本共同设立境内合资公司西王食品（青岛）有限公司用以收购 Kerr 股权，其中公司持股 75%，春华资本持股 25%。西王青岛在加拿大设立全资子公司 Xiwang Iovate Holdings Company Limited（加拿大 SPV1），后者再设立全资子公司 Xiwang Iovate Health Science International Inc.（加拿大 SPV2），最后由加拿大 SPV2 收购标的公司 Kerr80%的股权。本次标的公司 Kerr100%的股权的交易价格为 7.3 亿美元，西王食品联合春华资本收购 80%的股权，即 5.84 亿美元，折合人民币 390,030.24 万元。剩余 20%的股权，从 2017 年至 2019 年，西王食品将每年分别收购 Kerr5%、5%和 10%的股权。全部收购完成后，西王食品将直接和间接持有 Kerr80%股权，春华资本持有 Kerr20%股权。此外，西王食品还将与春华资本共同设立境内销售公司，注册资本 2 亿元，西王与春华资本分别占 80%、20%股份，助力 Kerr 旗下产品在中国获得更快发展。

图 5：西王食品联合春华资本收购 Kerr 的交易架构



资料来源：重大资产购买报告书、国海证券研究所

图 6：西王食品股权结构

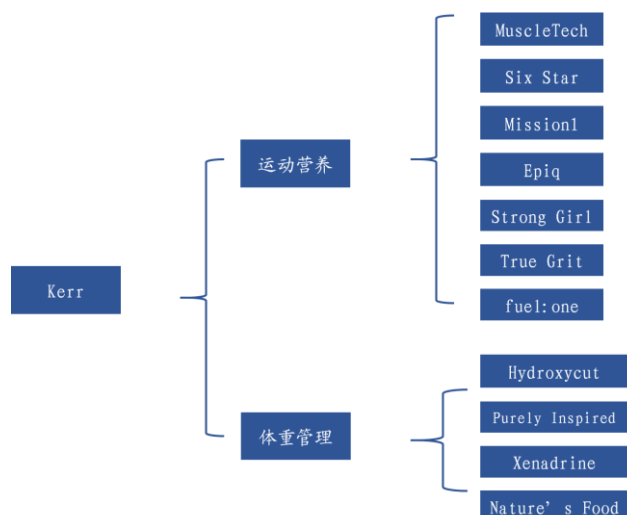


资料来源：公司年报、国海证券研究所

标的公司 Kerr 主营业务是运动营养和体重管理产品，其拥有的个别品牌在北美市场常年被誉为明星产品。1995 年，标的公司实际控制人 Paul Gardiner 先生开始创业，开展直邮业务。1998 年，Kerr 公司（当时名称为 1328075 Ontario Limited）正式成立，后逐渐发展为拥有 Hydroxycut 等 4 个品牌的体重管理产品和 MuscleTech 等 7 个品牌的运动营养产品的全球知名企业。标的公司目前拥有近 350 名员工，并且拥有超过 60 项专利。其销售团队在加拿大、美国以及澳大利亚拥有超过 70 名员工。主要销售区域以美国、加拿大等为主，并覆盖世界其他市场，Kerr 产品已入驻亚马逊、GNC、沃尔玛、沃尔格林、山姆会员店等零售商业体系。

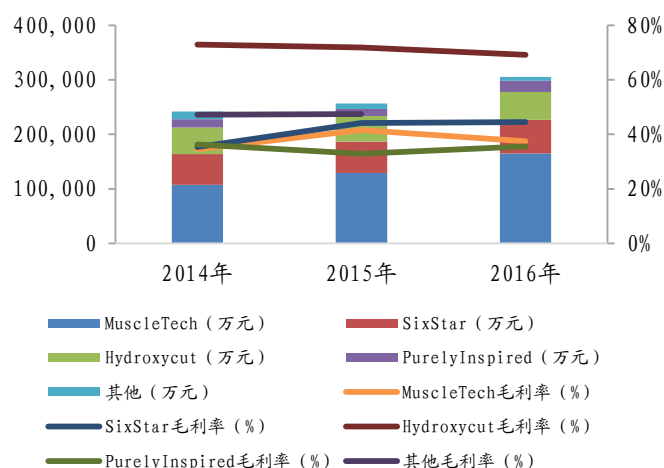
2016 年，Kerr 公司在体重管理市场继续保持领先，在运动营养市场实现同比两位数的快速增长。Kerr 公司在运动营养和体重管理两个市场共推出 11 个品牌，其中明星品牌是 MuscleTech、Six Star、Hydroxycut 和 Purely Inspired，2016 年四个明星品牌销售额占公司总营收的 90% 以上。根据西王食品业绩发布会，2016 年 Kerr 公司营业收入 30.55 亿元，同比增长 18.98%，净利润 4.13 亿元，同比增长 29.37%。其中，体重管理品牌 Hydroxycut 销售额超过 5 亿元，POS 市场占有率达到 26%，继续保持行业领先。运动营养品牌 MuscleTech 销售额超过 16 亿元，同比增长 27%，继续实现高速增长。

图 7: kerr 公司运动营养和体重管理业务主要品牌



资料来源：重大资产购买报告书、国海证券研究所

图 8: Kerr 公司分产品主营收入和毛利率



资料来源：西王食品非公开发行预案、国海证券研究所

2、收购 Kerr 进入保健食品领域，运动营养和体重管理将是下一片蓝海

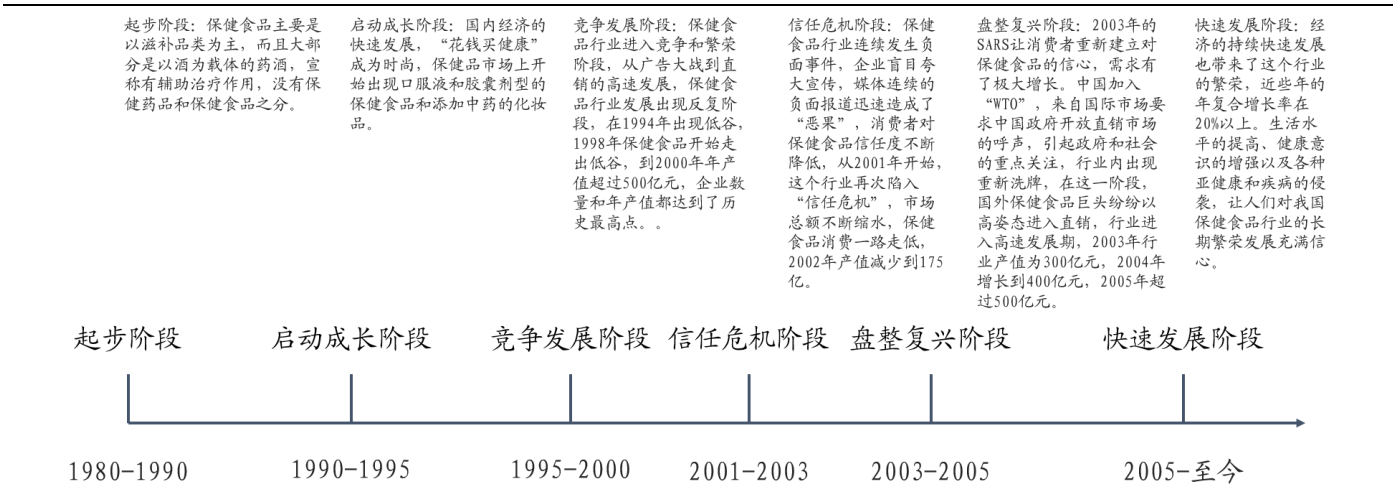
2.1、国内保健食品行业初具规模

2015 年，中国保健食品行业市场规模突破 2000 亿元，整个行业有了一定的规模。但是和发达国家对比，不管是整体规模还是人均保健食品消费，中国仍有不小的差距，未来可以期待行业将会继续保持高速发展。

2.1.1、规模突破 2000 亿，国内保健食品行业走向高速发展

中国保健食品行业在经历起步阶段、成长阶段、信任危机阶段和盘整阶段后，开始走向快速发展阶段。20 世纪 80 年代初，保健食品行业处在起步阶段，主要产品以滋补品为主。20 世纪 90 年代初开始，保健食品市场上出现口服液和胶囊剂型的产品。20 世纪末，行业进入竞争发展阶段，广告的投入和直销模式的兴起带动行业快速发展，行业产值在 2000 年达 500 亿元。21 世纪初，由于虚假宣传，行业陷入信任危机。2003 年至 2005 年，国外保健食品巨头进入中国市场，保健食品行业迎来新一轮发展机遇。从 2005 年至今，中国经济持续高速增长和人民对于健康意识的增强进一步带动了保健食品行业的快速发展，2015 年行业市场规模突破 2000 亿元。

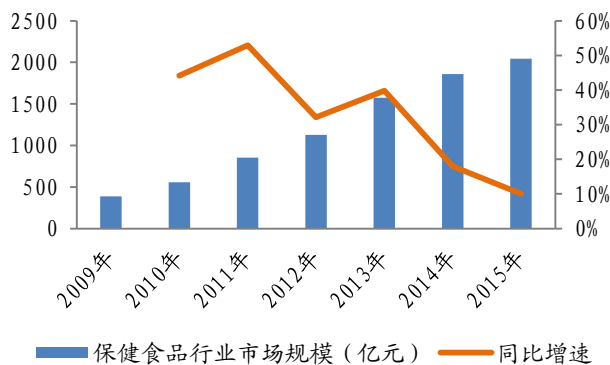
图 9：中国保健食品行业发展阶段



资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

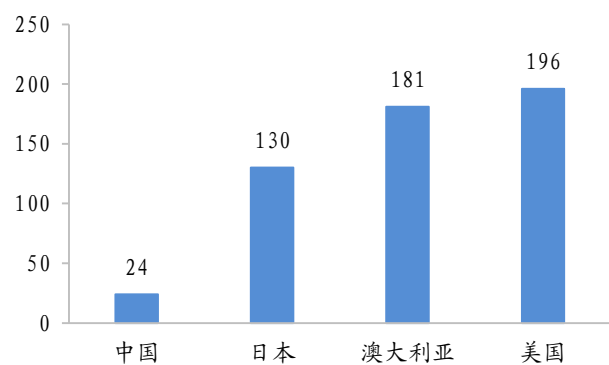
中国保健食品行业市场规模在 2015 年突破 2000 亿元，虽然整个行业目前初具规模，但是相比较发达国家，中国人均保健食品消费依然偏低。从 2005 进入快速发展阶段开始，中国保健食品行业市场规模增长突飞猛进。从 2009 年的不足 400 亿元，到目前的突破 2000 亿元，7 年的时间市场规模翻了 5 倍。但是比较主要发达国家，中国人均保健食品消费仅为 24 美元，是日本的五分之一，澳大利亚的七分之一，美国的八分之一，未来整个行业还有相当大的提升空间。

图 10：2009 年至 2015 年中国保健食品市场规模



资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

图 11：2015 年主要国家保健食品人均消费（美元）



资料来源：Euromonitor、国海证券研究所

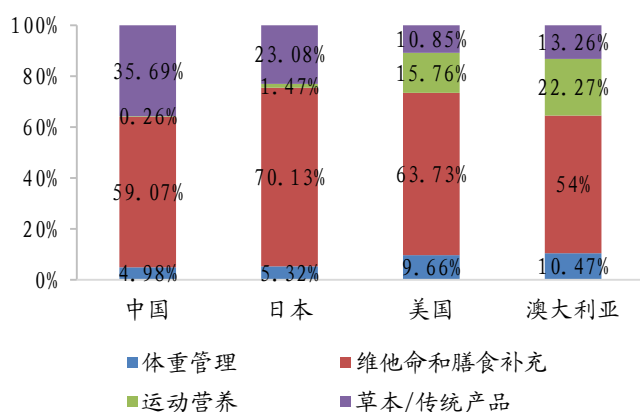
2.2、体重管理和运动营养将是下一片蓝海

保健食品细分市场中草本/传统产品和维他命和膳食补充产品已经发展超过 30 年，整个市场已经十分成熟了。新兴的细分市场运动营养产品和体重管理产品在国内发展时间较短，整个市场还基本处于空白。目前，相比较国外的发展情况，运动营养产品和体重管理产品销售额占保健食品销售额比例依然偏低，未来运动营养和体重管理将是中国保健食品的下一片蓝海。

2.2.1、保健食品细分市场分化严重

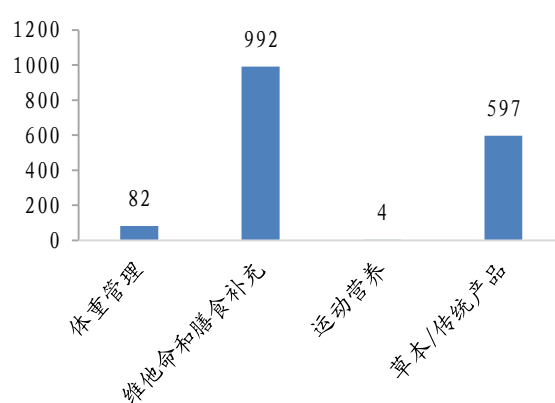
中国保健食品行业细分市场体重管理和运动营养占比极小，未来发展空间较大。中国目前主要消费的是保健食品是草本/传统产品和维他命和膳食补充产品，2014 年市场规模分别是 597 亿元和 992 亿元，占比 35.6%和 59.22%，而新兴的运动营养产品和体重管理产品市场规模分别是 4 亿元和 82 亿元，占比 0.2%和 4.9%，四个品类的市场占有率两极分化严重。从日本、美国和澳大利亚的保健食品行业占比情况可以看出，体重管理和运动营养两个市场还有不小的发展空间。特别是运动营养相关的产品，随着中国健身人群的增多和健康意识的兴起，未来有望快速发展。另一方面，虽然目前中国体重管理产品市占率已经接近日本，但是随着中国肥胖人群绝对数量达到世界第一，可以预期还有一定的增长空间。

图 12：2015 年主要国家保健食品市场四大品类分别占比



资料来源：Euromonitor、国海证券研究所

图 13：2014 年中国保健食品各细分领域规模(亿元)

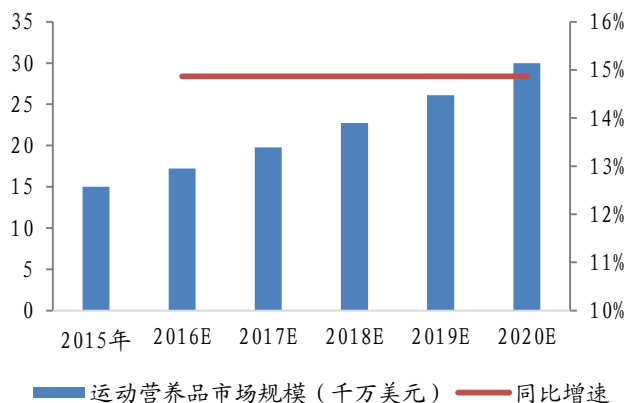


资料来源：Euromonitor、国海证券研究所

2.2.2、体重管理和运动营养是下一片蓝海

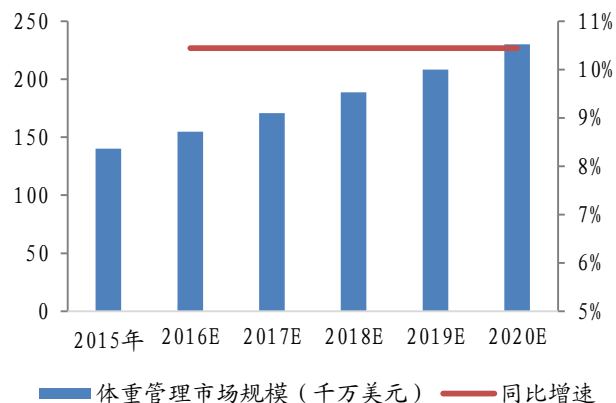
未来五年时间，中国体重管理和运动营养市场有望迎来两位数的快速增长。根据 Roland Berger 咨询公司的预测，从 2015 年到 2020 年，中国运动营养市场规模将从 1.5 亿美元增长到 3 亿美元，年复合增长率 15%。中国体重管理市场规模将从 14 亿美元增长到 23 亿美元，年复合增长率 10%。同时，在成熟的北美地区两个细分市场也继续保持着稳定增长。Roland Berger 咨询公司预测，从 2015 年到 2020 年，北美地区运动营养市场规模将从 69 亿美元增长到 105 亿美元，体重管理市场规模将从 42 亿美元增长到 47 亿美元。因此，在成熟的北美市场下，体重管理和运动营养市场规模依然在不断增长，作为新兴市场，中国体重管理和运动营养将会是下一片蓝海。

图 14: 2015 年至 2020 年中国运动营养市场规模



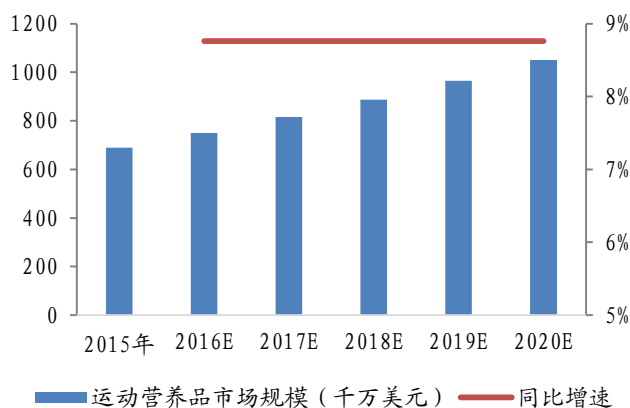
资料来源: Roland Berger、国海证券研究所

图 15: 2015 年至 2020 年中国体重管理市场规模



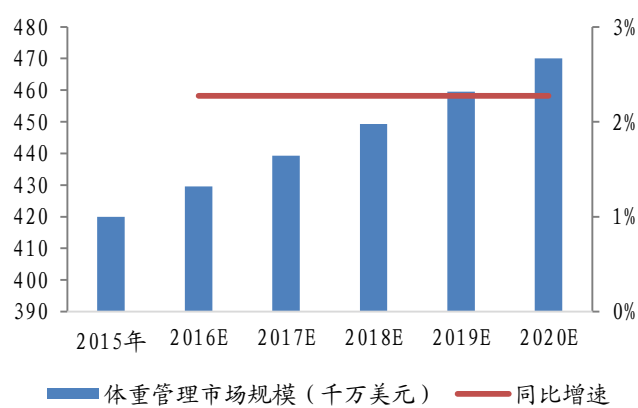
资料来源: Roland Berger、国海证券研究所

图 16: 2015 年至 2020 年北美运动营养市场规模



资料来源: Roland Berger、国海证券研究所

图 17: 2015 年至 2020 年北美体重管理市场规模



资料来源: Roland Berger、国海证券研究所

3、Kerr 产品不仅是保健食品,也是塑形的美容产品

3.1、拥抱美丽,生活美容是下一个万亿市场

生活美容是指用化妆品、保健品和非医疗器械等为消费者进行美容护理服务,在人们逐渐提高对美的追求的过程中,生活美容的市场在不断扩大。生活美容市场目前规模在 3000 亿元左右,行业依然保持高速增长。在未来随着客户基数、消费频率和人均消费的增加,预测中国生活美容市场将会突破万亿规模。

3.1.1、什么是生活美容

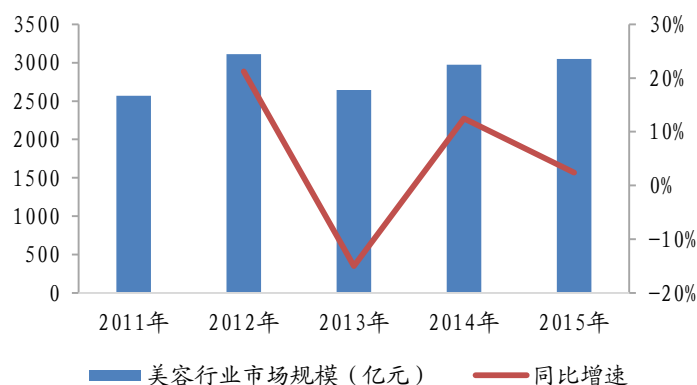
一般常说的美容分为医疗美容和生活美容两种。生活美容的定义没有严格的界定,但一般认为是指运用化妆品、保健品和非医疗器械等非医疗性手段,为消费者进

行的诸如皮肤护理、按摩等带有保养或保健性的非侵入性的美容护理服务。通过对比生活美容和医疗美容的定义、美容方法、服务地点、创办要求、资质要求、相关法规等，可以知道生活美容更加常见、简单和安全。事实上，相比较于医疗美容创伤性或者侵入性的治疗方法，受儒家思想“身体发肤，受之父母”颇深的国人在生活中更愿意接受生活美容。因此，我们认为生活美容未来将会是一个更加广阔且具有前景的市场，而医疗美容只能是生活美容的互补而不是替代。

3.1.2、生活美容，下一个万亿市场

2015 年生活美容行业市场整体规模重回 3000 亿元，标志着行业开始复苏。根据商务部发布的 2015 年《中国美容美发行业发展报告》，从 2011 年到 2015 年，生活美容市场规模在 2012 年达到高点 3100 亿元，随后受到 2012 年 7 月国务院对三公消费限制性新规的影响，2013 年整体市场规模下滑 15%，随后 2014 年和 2015 年生活美容行业开始逐步增长和复苏，如今已经恢复到了 3000 亿的市场规模。

图 18：2011 年至 2015 年生活美容市场规模



资料来源：商务部、国海证券研究所

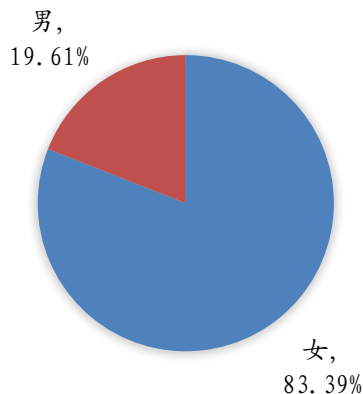
中国生活美容行业市场空间极具潜力，未来有望突破万亿规模。根据 Euromonitor 的调研数据显示，未来几年中国生活美容市场规模增速将持续保持两位数的增长。同时对比国内外美容人均年消费可知，国内目前人均年美容消费只有韩国的四分之一，日本和美国的七分之一，如果国内美容市场继续保持两位数的增长，有望快速突破万亿市场规模。

3.2、爱美之心人皆有之，塑形美容需求未来可期

在不断追求美的过程当中，人们从简单注重面貌到逐渐关注身体形态的美，我们认为未来塑形美容的市场空间广阔。生活美容行业中，女性毫无疑问是主要消费者。根据 2012 年商务部发布的《美发美容行业统计分析报告》，女性占生活美容消费的 83.39%，男性占 19.61%。另一方面，女性美容又以去美容院美容美体消费为主。中国目前专业美容（美容、美体、美甲）市场规模为 1737 亿元，占生活美容市场规模 57%。在女性不断追求美的过程中，美容院塑形美容市场将会不断扩大。根据中国产业信息网的数据，整个减肥塑形市场规模从 2010 年的不到 500 亿元增长到 2015 年的 900 亿元，年均增速超过 13%，行业依然处在高速

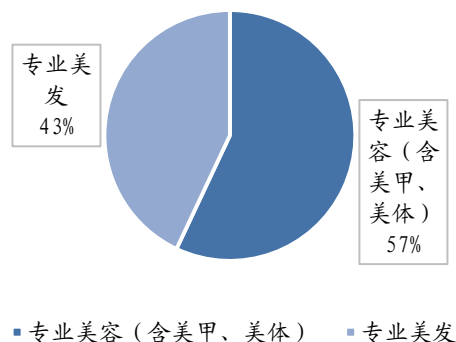
发展的时期。2015 年，中国减肥塑形市场规模 900 亿元，其中减肥保健品 34.8 亿元，手术塑形 13.9 亿元，运动健身塑形 851.3 亿元，占比分别为 4%、2%和 95%。减肥塑形市场中，手术塑形占比极小，大多数人们选择以消费减肥保健品和运动健身的方式瘦身塑形，从这里可以看出运动营养和体重管理产品的市场需求不小。我们认为在不断兴起的以瘦为美和健康体态的意识下，未来塑形美容的需求将会继续增长，从而带动运动营养和体重管理产品的消费。

图 19：女性是美容产品消费主力



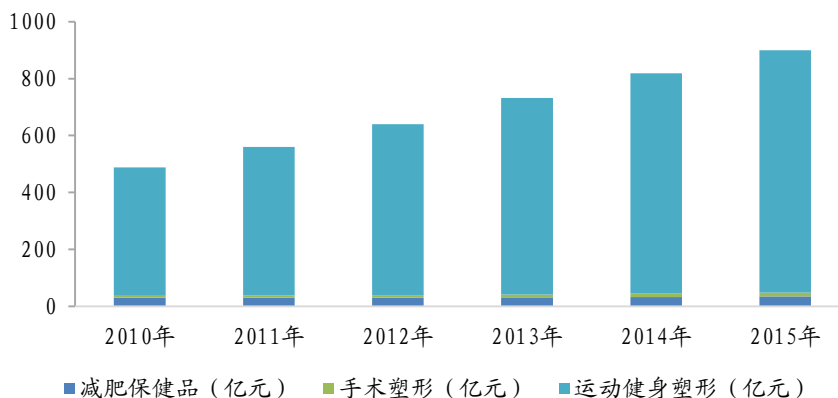
资料来源：商务部、国海证券研究所

图 20：2015 年专业美容和专业美发营收占比（亿元）



资料来源：商务部、国海证券研究所

图 21：中国减肥塑形市场空间



资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

4、运动营养市场：稳固北美，开拓中国

4.1、运动营养蛋白粉为王，健身人群是绝对消费主力

运动营养产品中，消费者主要消费的是蛋白粉，其中动物蛋白中的乳清蛋白是最优质的蛋白粉。健身人群因为补充能量和增强肌肉的需求，成为了蛋白粉的主要消费人群。中国健身俱乐部和会员人数近年来保持了双位数的增长，整个健身产业处在高速发展的阶段。虽然和美国等发达国家比较，中国健身产业的差距比较明显，但是随着健身意识的提高以及健身俱乐部和健身会员人数的不断增高，中国健身产业将会不断发展，从而带动蛋白粉的消费。

4.1.1、运动营养市场蛋白粉为主，其中乳清蛋白最好

GB/T24154-2009《运动营养食品通则》对于运动营养食品做出了明确解释，运动营养食品指的是补充或满足人体运动特殊需求的营养物质的食品。因此运动营养食品是为满足运动人群的生理代谢状态、运动能力及对某些营养成分的特殊需求专门加工的食品。

运动营养品中蛋白粉一家独大。以产品功能和形态分类，运动营养品可以分为运动饮料、运动食品和运动营养补充剂。运动饮料一般指维生素饮料、电解质饮料和加蛋白饮料等。运动食品常见的是蛋白棒。运动营养补充剂以蛋白粉为主。根据 Roland Berger 咨询公司的数据显示，2015 年中国运动营养品细分市场中蛋白粉市场规模有 1.3 亿美元，市场占有率超过 90%。对比北美地区运动营养产品的数据可知，非蛋白、蛋白棒和蛋白饮品也具有一定的市场空间，不过运动营养品主要还是以蛋白粉为主。

图 22：2015 年中国运动营养品细分产品规模（亿美元）

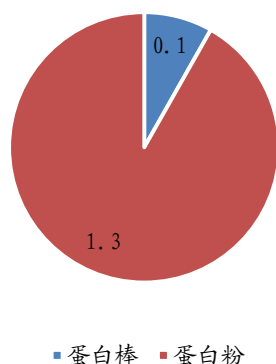
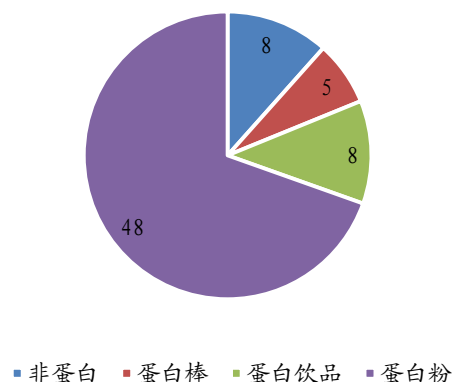


图 23：2015 年北美运动营养品细分产品规模（亿美元）

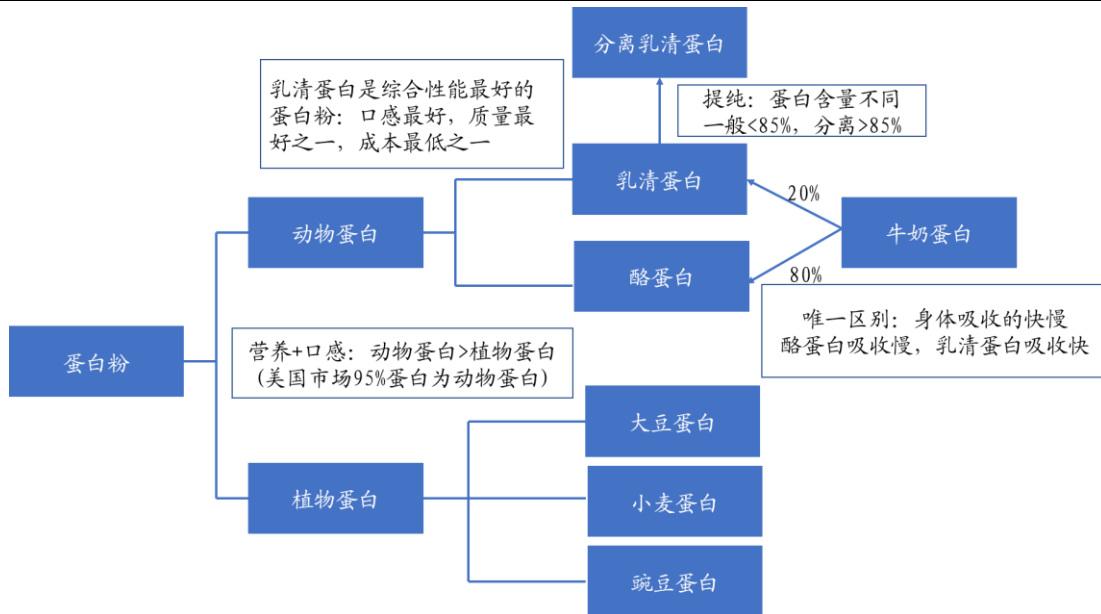


资料来源：Roland Berger、国海证券研究所

资料来源：Roland Berger、国海证券研究所

市场上的蛋白粉绝大部分以动物蛋白为主，其中乳清蛋白综合来看最好。蛋白粉可以分为动物蛋白和植物蛋白，由于营养和口感动物蛋白都优于植物蛋白，美国市场上 95% 的蛋白粉产品为动物蛋白。植物蛋白可以按照提取蛋白的植物不同分为大豆蛋白、小麦蛋白和豌豆蛋白等等，中国国内常见的植物蛋白以大豆蛋白为主。动物蛋白可以分为乳清蛋白和酪蛋白，乳清蛋白和酪蛋白都是从牛奶蛋白中提取出来的，唯一的区别在于酪蛋白身体吸收较慢，乳清蛋白吸收较快。由于乳清蛋白口感最好、质量较好、成本低廉并且容易吸收，被称作综合性能最好的蛋白粉。

图 24：主要蛋白粉分类和特点

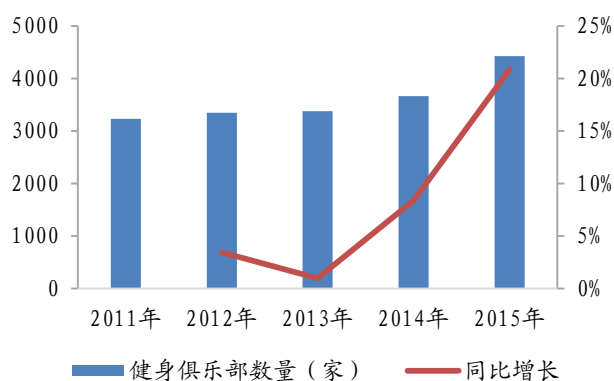


资料来源：健身吧网站、国海证券研究所

4.1.2、健身意识逐渐兴起，蛋白粉消费增长可期

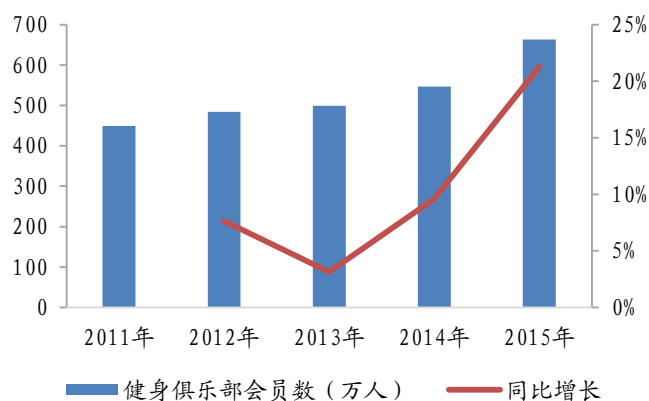
随着健身运动的兴起和健康意识的提高，人们对于蛋白粉的需求和消费将会持续增长，其中健身人群将是蛋白粉的主要消费群体。健身人群食用蛋白粉的原因是蛋白粉可以补充营养，从而使得身体能够跟上训练节奏。其次，在健身时候，原有的肌肉组织被破坏，通过补充蛋白质过程，原先的纤维会慢慢变大，使得肌肉更有力量。因此，健身人群将会是蛋白粉的主要消费群体。2015 年，中国的健身俱乐部数量实现双位数的同比增长，总数量超过 4000 家。健身俱乐部会员数量也从 2011 年的 449 万人增加到 2015 年的 663 万人。虽然中国健身俱乐部数量和会员数都在快速增长，但相比美国超过 36000 家的俱乐部以及 5500 万的会员数量，中国健身人数还有极大的增长空间。另外对比中国和北美的健身会员渗透率也可以看出，中国的健身人数占比极小。因此，在健身运动兴起和健康意识不断提高的今天，中国健身人群将会持续增长，并带动蛋白粉的消费。

图 25: 2011 年至 2015 年中国健身房俱乐部数量



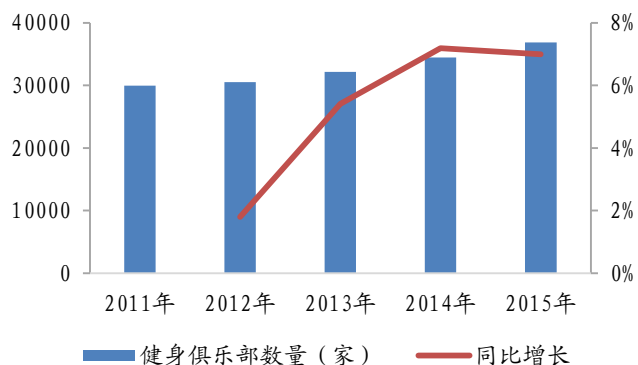
资料来源: AASFP、国海证券研究所

图 26: 2011 年至 2015 年中国健身俱乐部会员数量



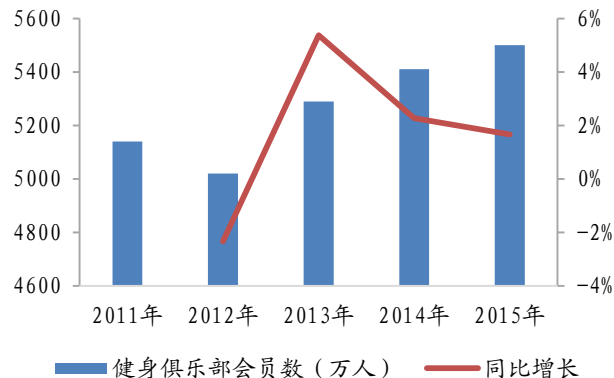
资料来源: AASFP、国海证券研究所

图 27: 2011 年至 2015 年美国健身房俱乐部数量



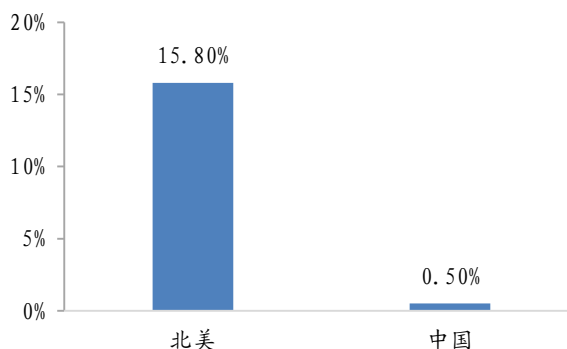
资料来源: Statista、国海证券研究所

图 28: 2011 年至 2015 年美国健身俱乐部会员数量



资料来源: Statista、国海证券研究所

图 29: 中国和北美健身会员渗透率比较



资料来源: 中国产业信息网、国海证券研究所

4.2、Kerr 北美品牌优势明显，国内处于开拓市场阶段

Kerr 公司的运动营养和体重管理产品在北美本地深耕多年，积累了品牌和渠道优势，但在中国地区其仍然处于开拓市场阶段。Kerr 公司的运动营养产品已经在北美发展了二十年，其良好的品牌声誉、不俗的研发创新能力和广泛的分销网络保证了公司能够继续稳固和开拓北美市场。而在中国地区，Kerr 公司运动营养品牌将依托西王食品的本土优势，通过线上线下并行的方式，同时发力健身俱乐部，期望快速打开中国市场。

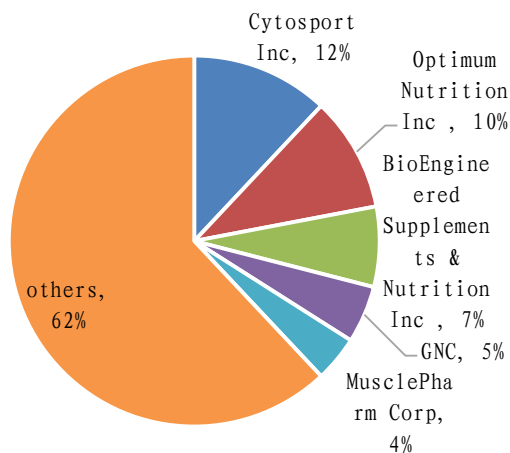
4.2.1、深耕北美市场 20 年，品牌、创新和渠道优势助力 Kerr 发展

Kerr 公司研发和销售运动营养产品已经连续 20 年了，在北美市场有良好的品牌声誉、不俗的研发创新能力和广泛的分销网络，这将保证未来 Kerr 公司继续稳固和开拓北美市场。

Kerr 公司运动营养品牌现在共有 9 个，其中主要品牌是 MuscleTech 和 Six Star。其中 MuscleTech 创立于 1996 年，是公司领先的运动营养补充剂品牌，目前此品牌产品涵盖逾 90 种补充剂，包括蛋白质、氨基酸、锻炼前/后健身补剂、维生素及其他专门补充剂，主要作用是增肌。Six Star 创立于 2004 年，为北美药品渠道的第一运动营养品牌，此品牌产品包括蛋白质、氨基酸、锻炼前/后健身补剂、维生素及其他专门补充剂，主要作用是加强锻炼效果和肌肉加速复原。

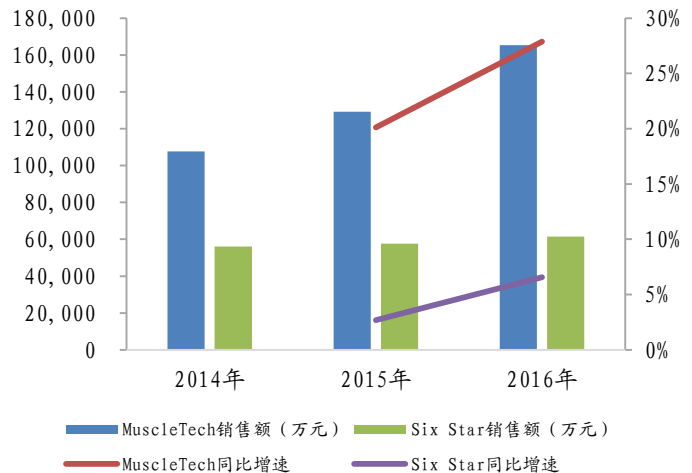
北美地区运动营养行业竞争激烈且市场集中度低，Kerr 公司的明星产品 MuscleTech 和 Six Star 在市场上具有较好的品牌声誉，未来有望进一步提高市场份额。根据 Euromonitor 调研数据，市场主要竞争者分为中型独立品牌、大型制药公司和快消品公司、自有品牌，目前北美地区 CR5 市场占有率达 38%。由于北美市场份额较为分散，竞争者众多，在市场上胜出的关键因素是品牌效应以及研发和快速引进新产品的能力。目前北美保健食品市场中各个领先的品牌在市场上流通的时间从 10 到 20 年不等，这些品牌已在消费者心中树立了良好的品牌形象，对于新进入者而言，市场进入门槛较高。根据 AC 尼尔森近期研究数据，MuscleTech、Six Star 两款产品在美国运动营养产品市场 FDMC 及沃尔玛等渠道中销售排名第一位。2016 年，MuscleTech 销售额超过 16 亿元，同比增速 27%，Six Star 销售额超过 6 亿元，同比增速 6%，在北美地区两个品牌极强的品牌效应和能力毋庸置疑。

图 30: 2015 年北美地区运动营养 CR5 为 38%



资料来源: Euromonitor、国海证券研究所

图 31: MuscleTech 和 Six Star 营业收入和同比增速

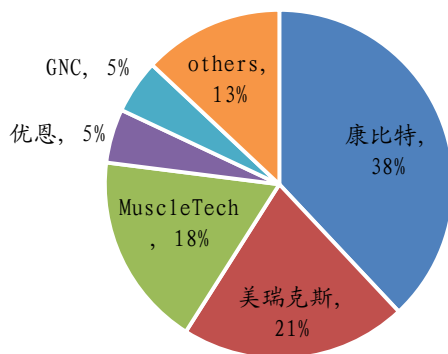


资料来源: 非公开发行预案、国海证券研究所

4.2.2、依托西王食品平台，线上线下并行开拓国内运动营养市场

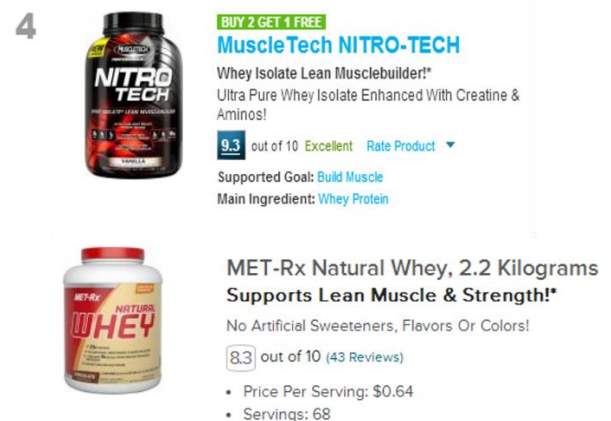
在拥有明显品牌优势以及依托西王平台的情况下，MuscleTech 未来有望进一步扩大在中国市场的份额。根据 Euromonitor 的调研数据，2015 年国内运动营养市场 CR5 集中度达到 85%，前 5 名品牌分别是康比特、美瑞克斯、MuscleTech、优恩和 GNC，市场份额占比分别是 38%、21%、18%、5%和 5%。近几年，中国运动营养市场呈现的趋势是国际品牌市场份额不断扩大，国内自主品牌市场份额不断缩小。在全球知名的专业健身网站 bodybuilding 上，将国际品牌 MuscleTech 和美瑞克斯进行对比，MuscleTech 的明星产品全网排名第四，而美瑞克斯不管是销量、人气或打分排名皆大幅落后 MuscleTech。因此结合 MuscleTech 的品牌优势和西王食品的本土优势，未来 MuscleTech 有望在国内实现更加快速的增长。

图 32: 2015 年中国运动营养 CR5 高达 85%



资料来源: Euromonitor、国海证券研究所

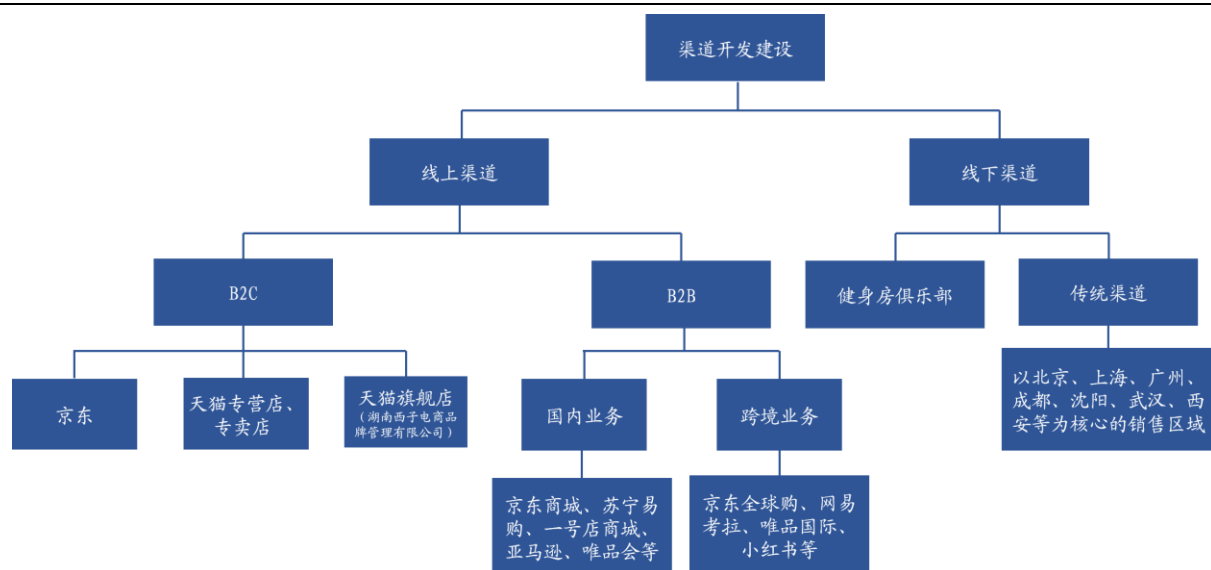
图 33: MuscleTech 对比 Met-Rx 优势明显



资料来源: bodybuilding、国海证券研究所

西王食品依靠自身原有经销渠道的同时，还将采取线上线下并行的模式，大力推广 Kerr 公司的运动营养产品。根据西王食品 2016 年年报，管理层对经营 Kerr 公司产品已经有了完善和统一的想法。在线上渠道方面，公司将采取 B2B 和 B2C 两种模式，其中 B2C 模式将依靠原有天猫旗舰店，在确保现有销售平台稳定增长的同时，开发京东第三方店铺和天猫专营店、专卖店。B2B 模式下，公司将开发国内主流电商平台的 B2B 业务，包括京东商城、苏宁易购、一号店商城、亚马逊、唯品会等。在线下渠道方面，西王食品打算在全国设立以北京、上海、广州、成都、沈阳、武汉、西安等为核心的七个销售区域，计划 2017 年实现 200 家经销商的招商目标。除此之外，公司还针对运动营养市场，专门掌握了全国健身房终端数据总计 1.3 万家，并计划 2017 年达到 2.5 万家，为 Kerr 产品进入健身房渠道做好准备。

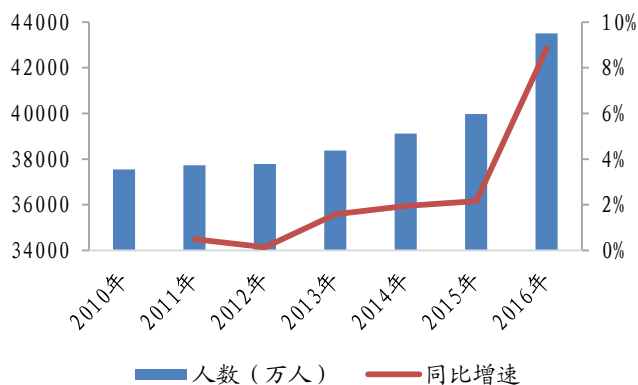
图 34：西王食品采取线上线下并行方式推广 Kerr 产品



资料来源：重大资产购买报告书、国海证券研究所

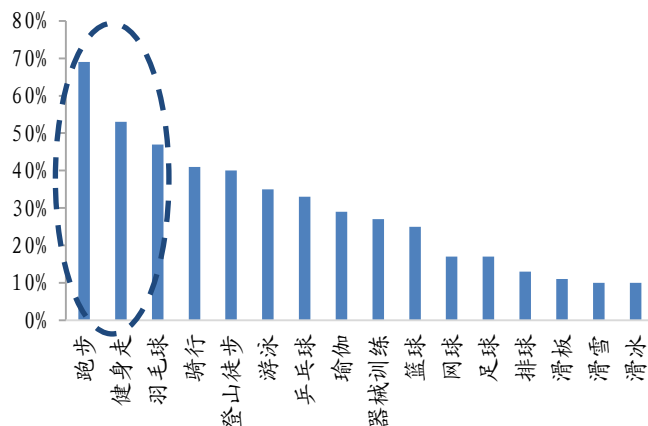
为了更好的打开中国运动营养市场，Kerr 公司将按产品特性针对特定消费者宣传。Kerr 公司的 MuscleTech 品牌将主要针对中国热爱健身的人群，其中白金产品适用于普通的健身人群，高性能产品适用竞技类专业人群。另一个主要品牌 Six Star 品牌将定位于喜欢运动的普通民众。根据艾瑞咨询和中国产业信息网，2010 年至 2016 年，中国经常运动锻炼人群从 3.7 亿人增加至 4.3 亿人，其中人们经常参与的运动方式以跑步、竞走和羽毛球为主。Six Star 产品将主要适用于喜欢球类和跑步运动的人群，在中国运动人口基数巨大的市场下，此产品未来前景广阔。

图 35: 中国经常参加体育锻炼的人数持续增加



资料来源：中国产业信息、国海证券研究所

图 36: 中国人常参与运动以跑步、竞走和羽毛球为主



资料来源：艾瑞咨询社区调研、国海证券研究所

5、体重管理市场：北美领先，国内起步

5.1、体重管理潜在消费巨大，肥胖人群托起千亿市场

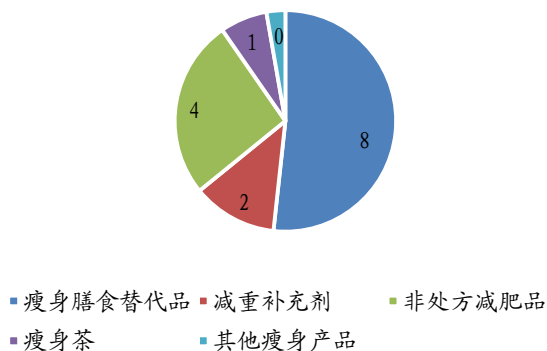
体重管理是一种更加科学和健康的减肥方式。在中国肥胖人群数量超越美国后，中国成为世界肥胖人群绝对数量最多的国家。目前，中国肥胖人群，特别是青少年人群，肥胖率和超重率均在增加，整个减肥市场规模达到 900 亿元，由此看出体重管理产品在中国将拥有广阔的市场空间。

5.1.1、体重管理，一种健康的减肥方式

体重管理，是指专业医师或营养师根据顾客体质特征，给出综合营养，运动，生活方式等要素的个性化方案，并进行实时监测记录当天食物、水分及运动量的新兴体重解决方式。体重管理产品比如减重补充剂等在其中起到辅助消费者减肥的作用。相比较其他激进的减肥方式，体重管理更加科学和健康，将会成为未来人们减肥的首选。

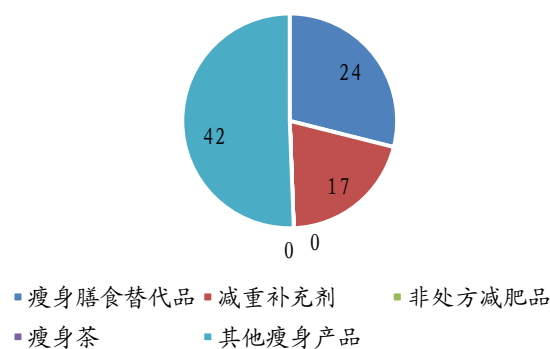
根据 Roland Berger 2016 年 5 月发布的关于体重管理产品的行业研究报告，中国市场上主要以瘦身膳食替代品和非处方减肥品为主，其中瘦身膳食替代品规模 7.5 亿美元，占体重管理比重 52.8%。相比较美国体重管理市场，中国市场上减重补充剂几乎是空白，未来随着人们对于体重管理认知程度的增加，将会开始逐渐增多体重补充剂的消费。

图 37: 2015 年中国体重管理细分产品规模 (亿美元)



资料来源: Roland Berger、国海证券研究所

图 38: 2015 年美国体重管理细分产品规模 (亿美元)

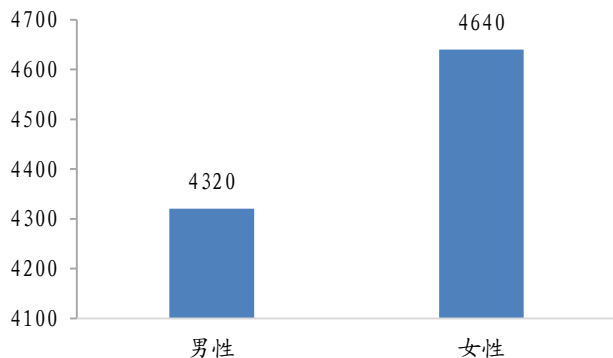


资料来源: Roland Berger、国海证券研究所

5.1.2、中国肥胖人群数量绝对值第一，减肥需求极大

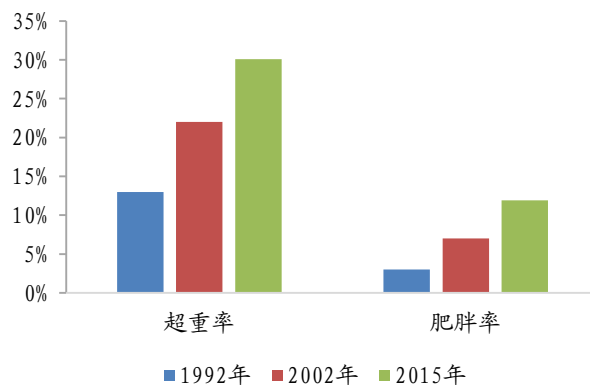
中国肥胖人群绝对数量达到世界第一，在健康意识提高和对美不断追求的情况下，中国对体重管理产品的需求将会不断增加。2016 年，英国著名医学杂志《柳叶刀》发表全球成年人体重调查报告，调查发现全球成人肥胖人口已经超过瘦子，而中国超越美国，成为全球肥胖人口最多的国家。其中，中国男性肥胖人数 4320 万人，女性肥胖人数 4640 万人，总人数高居世界第一。另一方面，根据国家统计局和国界卫计委的数据显示，中国人的超重率和肥胖率均不断上升。从 1992 年到 2015 年，超重率从 13% 上升到 30%，肥胖率从 3% 上升到 12%。同时中国儿童和青少年的肥胖率也在快速增加，从 2002 年到 2015 年，儿童和青少年超重率从 4.5% 上升到 9.6%，肥胖率从 2.1% 上升到 6.4%。根据 2015 年中国肥胖指数，从地域上来说，北方肥胖指数 35% 高于南方 27%。在肥胖人群不断增加的今天，减肥行业市场规模在 2015 年达到 900 亿，其市场空间还会因为不断增多的肥胖人群而继续增加。因此，在肥胖问题持续加重以及国内不断提高的爱美和健康意识，未来体重管理产品将迎来快速发展时期。

图 39: 2015 年中国肥胖数量绝对值第一 (万人)



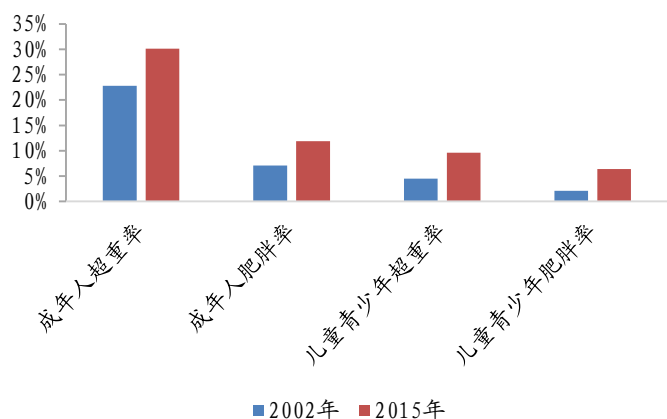
资料来源: 《柳叶刀》、国海证券研究所

图 40: 中国肥胖率不断上升



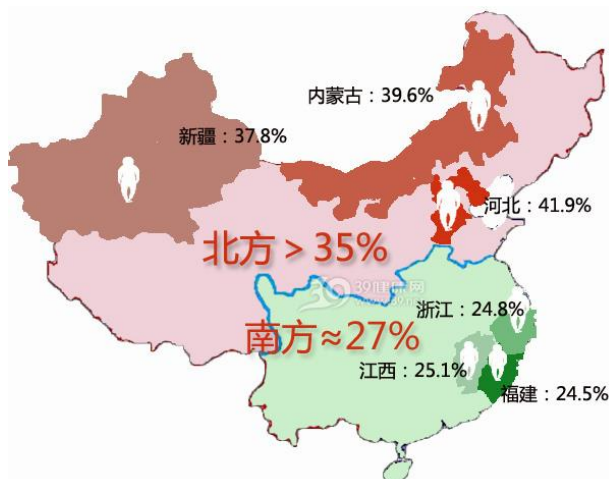
资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

图 41：中国成年人和儿童青少年肥胖率均在上升



资料来源：中国国家卫计委、国海证券研究所

图 42：中国肥胖情况分地域分析



资料来源：2015 中国肥胖指数、国海证券研究所

5.2、Kerr 北美品牌持续领先，国内正处于起步阶段

Kerr 公司体重管理产品在北美市场常年领先，具有品牌优势，而在国内市场，还处于起步阶段。在北美市场，Kerr 公司主要品牌是 Hydroxycut 和 Purely Inspired 两种，两种品牌在市场上拥有良好的口碑和销量。未来随着北美体重管理市场的扩大，公司有望继续保持领先地位并扩大收入。在中国市场，西王食品将两个品牌分别定位于女性美容塑形产品和补充营养品，并以国内的美容院为突破口，期望快速打开市场。

5.2.1、Kerr 北美市场第一，品牌和渠道优势明显

Kerr 公司的体重管理产品常年在 FDMC 渠道排名第一，品牌效应和渠道宣传优势明显。根据 Euromonitor 数据显示，北美地区体重管理 CR5 为 35%，整个市场集中度并不高，品牌之间互相竞争激烈。Kerr 公司体重管理品牌总共有四个，Hydroxycut 和 Purely Inspired 两个是公司的明星品牌。其中 Hydroxycut 是过去十年北美最畅销的体重管理产品之一，主要作用是促进新陈代谢。Purely Inspired 品牌定位于饮食、健康、保健品牌，扩展出来的主要品类包括有机绿色食品、乳清和绿色食品以及益生菌和减重产品。Hydroxycut 和 Purely Inspired 均在北美市场有良好的口碑，常年占据美国体重管理产品市场 FDMC 及沃尔玛等渠道中销售排名的第一和第二位。2016 年，其销售额分别达到 9046 万美元和 3678 万美元，市占率分别为 25%和 10%。同时，Hydroxycut 更是高毛利率产品，从 2014 年到 2016 年，毛利率分别为 73%、72%和 69%。因此，我们认为随着美国体重管理市场的不断扩大，Kerr 公司的体重管理产品将会继续保持领先优势，并不断增厚公司的收入。

图 43: 2015 年北美地区体重管理 CR5 为 35%

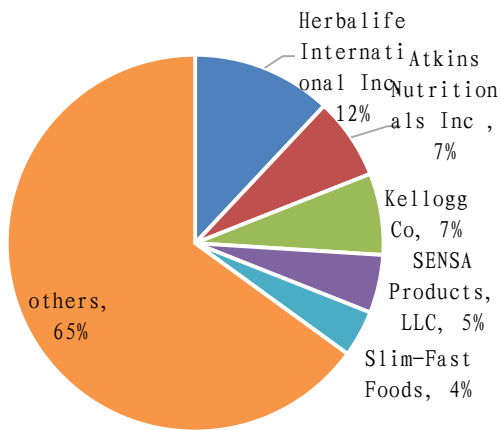
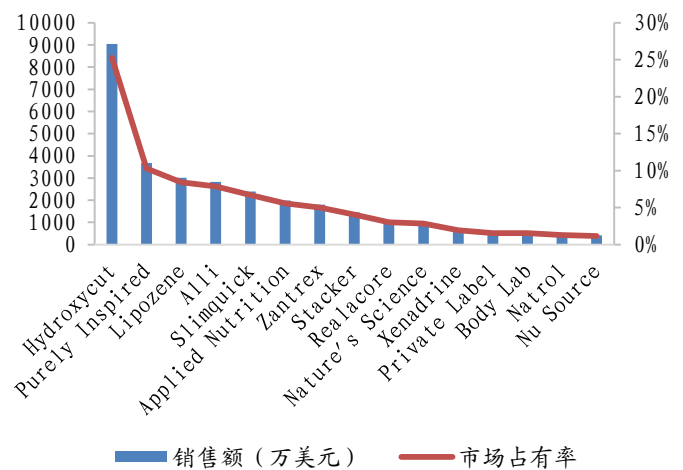


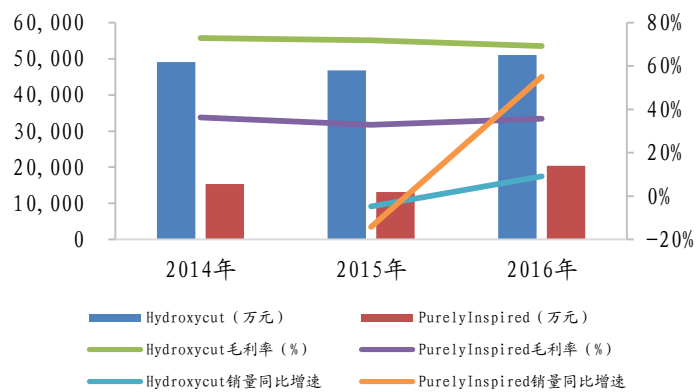
图 44: 截至 2016 年 10 月美国体重管理市场各品牌占比



资料来源: Euromonitor、国海证券研究所

资料来源: AC 尼尔森数据、国海证券研究所

图 45: Kerr 公司体重管理产品毛利和销量



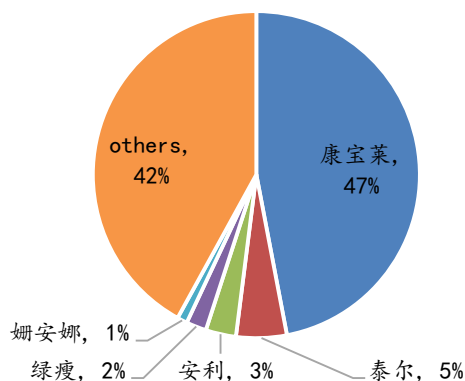
资料来源: 非公开发行预案、国海证券研究所

5.2.2、国内体重管理市场刚刚起步，西王拟以美容塑身为突破口

中国体重管理市场上主要产品以瘦身膳食替代品为主，和国外常消费的减重补充剂不一样，市场还处于有待开发的阶段。根据 Euromonitor 数据，2015 年中国体重管理市场几乎一家独大，康宝莱占据了 47% 的市场空间，且市场上大部分品牌都以瘦身膳食为主。未来随着 Kerr 公司更加科学健康的体重管理产品进入中国市场后，有望引导消费者对于体重管理的认知和消费。

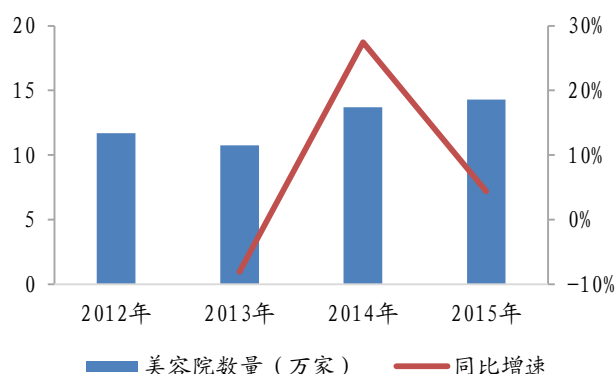
西王食品将 Kerr 公司体重管理产品引入中国，拟以美容塑形这一需求为突破口。西王食品将 Hydroxycut 品牌定位于女性美容和女性塑身产品，将 Purely Inspired 定位于喜欢轻运动人群的补充营养品，并打算将体重管理品牌引入生活美容渠道。根据商务部数据，2015 年中国美容院数量达到 15 万家，且继续保持增长。西王食品将会和美容院接触，尝试将成熟的体重管理产品引入有美容塑身的女性群体中。

图 46: 2015 年中国体重管理市场一家独大



资料来源: Euromonitor、国海证券研究所

图 47: 2012 年至 2015 年中国专业美容院数量



资料来源: 商务部、国海证券研究所

6、特朗普税改方案若成功实施, Kerr 公司盈利有望实现进一步提升

特朗普税改对 Kerr 公司主要有两个利好, 一个是所得税费用的直接下降, 一个是随着经济增长, 公司销售收入的间接增长。

首先, 在所得税费用方面, 特朗普税改将以往可选消费行业 25% 的所得税率大幅下调为 15%。根据 2016 年 Kerr 公司经审计财务报表, 2014 年至 2016 年, 公司所得税税率分别为 26%、27% 和 32%。2016 年, Kerr 公司销售收入中 17% 来源于海外, 83% 来源于北美, 其中北美销售收入中 70% 来源于美国, 30% 来源于加拿大。因此这里将根据不同国家的所得税税率分别计算税改后 Kerr 公司的所得税费用。整体预估下来, 如果特朗普税改成功将美国所得税税率下调到 15%, 加拿大保持 26.5% 的所得税税率不变, 那么从 2014 年至 2016 年, 在最乐观的情况下, Kerr 公司所得税费用将下降 0.20、0.29 和 0.36 亿元, 净利润将同比增加 9.05%、9.14% 和 9.84%。另一方面, 历史上税改计划一般耗时三周到十一个月, 因此预计税改计划对 Kerr 公司净利润增加会开始于 2018 年。

其次, 税改除了对 Kerr 公司有税收的减少, 也能为公司带来未来销售收入的增加。公司销售收入增加可能集中在税改成功后的第二年和第三年, 因为根据历史六次税改经验, 人均可支配收入、人均消费支出和非农就业率将会在税改后两年达到增速峰值, 人均收入、消费以及就业率的增加有利于作为保健食品的 Kerr 公司的产品销售。

图 48: 特朗普税改对 Kerr 公司的所得税费用的影响测算

Kerr 公司利润表 (亿元)	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	24.21	25.68	30.55
营业成本	14.57	14.89	16.94
税金及附加	0.00	0.01	0.01
销售费用	4.58	4.38	5.18
管理费用	1.65	1.55	2.35
财务费用	0.13	0.15	0.32
资产减值损失	0.33	0.33	0.32
投资收益	0.00	0.00	0.01
营业利润及利润总额	2.93	4.36	5.44
税改前所得税税率	26%	27%	32%
税改前所得税费用	0.77	1.17	1.74
税改后减少的税收	0.20	0.29	0.36
税改后实际所得税费用	0.57	0.88	1.38
税改后净利润	2.36	3.48	4.06
税改后净利润同比增加 (%)	9.05%	9.14%	9.84%

资料来源: 国海证券研究所

7、符合健康趋势和消费升级, 植物油业务稳健发展

食用植物油行业经历快速发展之后, 开始进入平稳增长时期。虽然行业整体增速放缓, 但是一些健康小油种却迎来了快速增长时期。随着人们追求健康意识的兴起以及消费趋势的升级, 健康、营养并定位中高端的小油种逐渐受到人们的热捧, 其产量和销量都开始快速增长。西王食品作为专注于发展健康小油种的公司, 受益于消费升级和健康意识崛起, 未来有望继续保持植物油业务的稳健发展。

7.1、食用油行业整体增速放缓, 健康小油种发展迅速

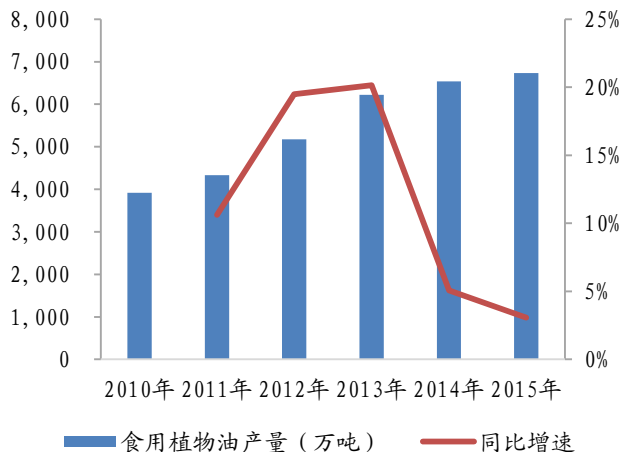
随着食用植物油产量和销量的不断增长, 整个行业逐渐趋于饱和, 增速开始放缓。虽然植物油行业增速放缓, 但是伴随着消费升级以及追求健康生活理念的崛起, 中高端健康小油种逐渐受到人们的欢迎, 一些小油种进入高速增长时期, 不管是产量还是销量都同比实现两位数增长, 且增长势头有望继续保持。

7.1.1、食用油行业介绍

植物油是由不饱和脂肪酸和甘油化合而成的化合物, 广泛分布于自然界中, 是从植物的果实、种子、胚芽中得到的油脂。中国人经常食用的植物油以花生油、菜籽油、豆油、棕榈油、椰子油等为主, 不过随着健康意识的兴起和消费趋势的升级, 一些健康小油种也渐渐被国人所接受, 比如橄榄油、玉米油和葵花籽油等。根据产业信息网的数据, 从 2010 年至 2015 年, 中国食用植物油产量从 3916

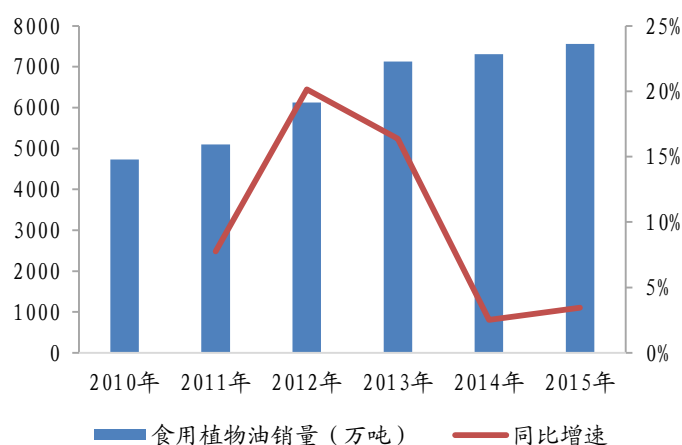
万吨增长到 6734 万吨，食用植物油消费量从 4732 万吨增长到 7559 万吨，产量和销量的不等预示着中国需要依靠进口植物油才能保证国内植物油的供需关系平衡。另一方面，随着植物油产量和消费总量的上升，其增速在不断下滑，2015 年产量和消费量同比增速仅为 3%，预示着市场逐渐进入平稳增长时期。从细分品类来看，2015 年国内主要消费的植物油品种以豆油、菜籽油和花生油为主，消费量分别占总消费的 50%、26%和 10%。

图 49：2010 年至 2015 年中国食用植物油产量



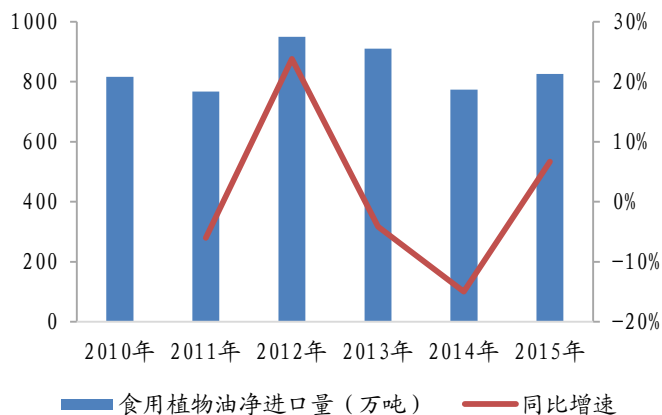
资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

图 50：2010 年至 2015 年中国食用植物油消费量



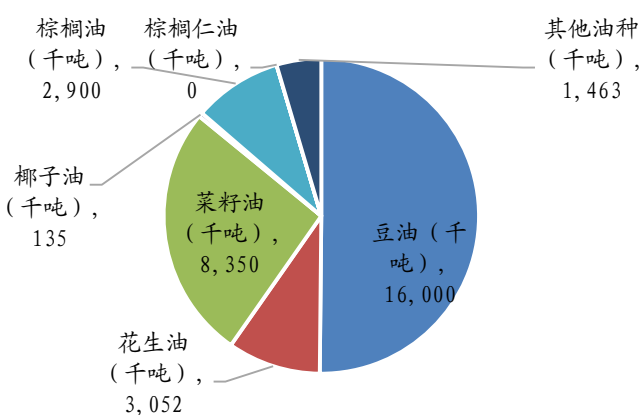
资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

图 51：2010 年至 2015 年中国食用植物油净进口量



资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

图 52：2016 年中国各类植物油消费占比



资料来源：USDA、国海证券研究所

7.1.2、符合健康趋势和消费升级，健康小油种加速发展

随着健康意识的兴起和消费趋势的升级，人们会越来越的选择消费一些健康小油种，比如玉米油、葵花籽油和橄榄油等。通过对比国内主要消费植物油品种（包括豆油、花生油和菜籽油等）和逐渐兴起的健康小油种（包括玉米油、葵花籽油和橄榄油等），可以发现小油种如红花籽油和玉米油等拥有绝对的优势。以玉米油为例，首先其不饱和脂肪酸含量高达 80%~85%，其中亚油酸含量达到 50%，有溶解胆固醇的作用。另外，玉米胚芽油还含有丰富的维生素 E 及植物甾醇，且其含量比其他植物油都要高，两者均是良好的抗氧化物质。因此世界卫

生组织推荐的食物排行榜中，玉米胚芽油被位列其中，并获得“健康油”、“放心油”、“长寿油”等美称。

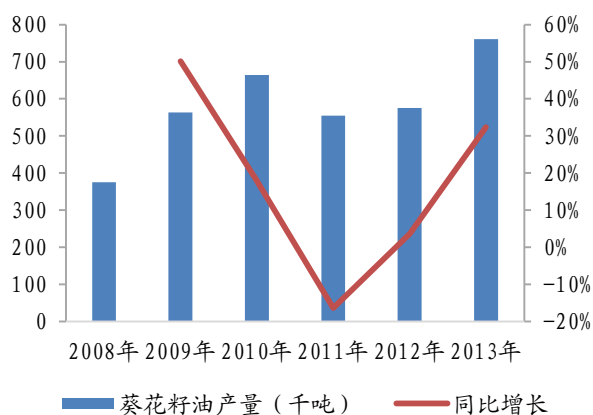
近年来食用植物油消费量的增速逐渐下滑，而健康小油种却增长迅速，预示着定位于中高端的健康小油种确实渐渐受到消费者的偏爱。以葵花籽油和玉米油为例，根据 FAO 的数据，从 2008 年至 2013 年，国内葵花籽油产量从 375 千吨增长到 761 千吨，玉米油消费量从 184 千吨增长到 268 千吨，平均增速均超过两位数，对比总体植物油平均 3% 左右的消费增速来说，健康小油种消费正在快速增长。对比发达国家来看健康小油种的发展，以玉米油为例，2003 年至 2013 年，美国玉米油人均消费从 1.39 千克增长至 2.18 千克，增速超过 50%，同时期豆油人均消费饱和，增速只有 7%。近年来中国人均玉米油消费增速较快，但是基数较低，2013 年人均玉米油消费只有 0.19 千克，相比发达国家美国、日本和欧洲来说，玉米油市场未来的增长潜力巨大。

图 53：不同种类植物油优缺点对比

植物油种类	优点	缺点
花生油	脂肪酸构成较好，易于人体消化吸收，可使人体内胆固醇分解为胆汁酸并排出体外，从而降低血浆中胆固醇的含量	热量非常高，而且它的脂肪含量是 99.90% 几乎达到了饱和，而脂肪的含量无论对于健康的人和有疾病的人都是非常有害的
菜籽油	饱和脂肪酸含量低，油酸含量高，含有必需脂肪酸亚麻酸和对身体有益的甾醇	含有的芥酸对人体不利，可导致动物肾胆固醇增高
棉籽油	有治疗溃疡、降低胆固醇及软化血管的作用	含有棉酚，棉酚摄入过多会影响男性的生育能力
葵花籽油	含有亚油酸、植物甾醇、维生素、亚油酸等多种对人类有益的物质	必需脂肪酸成分非常不均衡，不能满足日常所需，高温下易分解挥发
亚麻油		含有过高的亚麻油酸，储藏稳定性和热稳定性均较差；营养价值也比亚油酸、油酸为主的食用油低。
大豆油	脂肪酸构成较好，对于人体维持健康平衡及预防心脑血管系统疾病十分关键	多采用转基因大豆，且热稳定性较差，容易氧化变质
橄榄油	富含丰富的单不饱和脂肪酸油酸，还有维生素 A、维生素 B、维生素 D、维生素 E、维生素 K 及抗氧化物等	酸性过高的橄榄油和混合的劣质橄榄油会对我们的身体产生一些不好的作用
玉米油	不饱和脂肪酸含量高，且含有丰富的维生素 E 及植物甾醇	

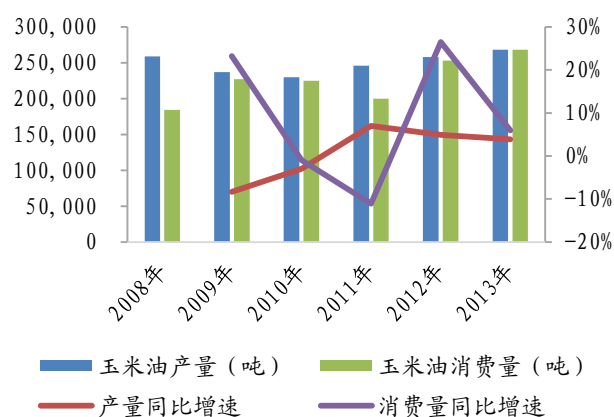
资料来源：百度百科、国海证券研究所

图 54: 2008 至 2013 年年中国葵花籽油产量



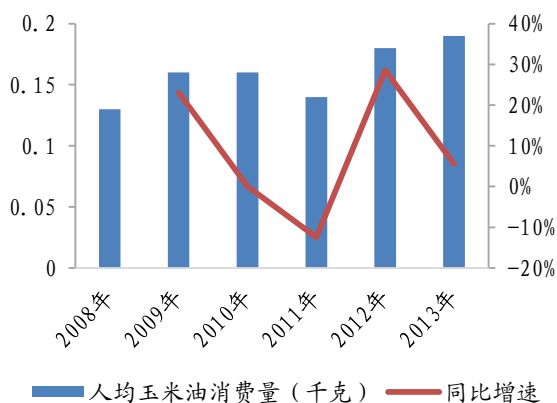
资料来源: FAO、国海证券研究所

图 55: 2008 年至 2013 年中国玉米油产量和消费量



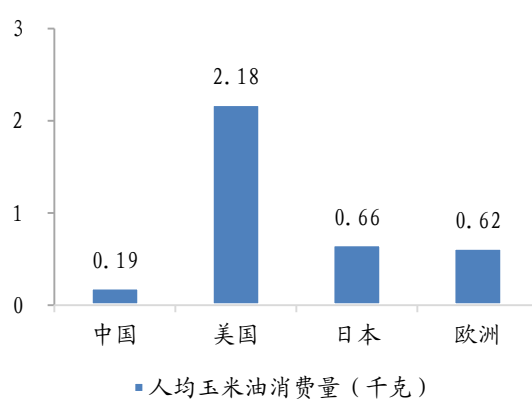
资料来源: USDA、国海证券研究所

图 56: 2008 年至 2013 年中国人均玉米油消费



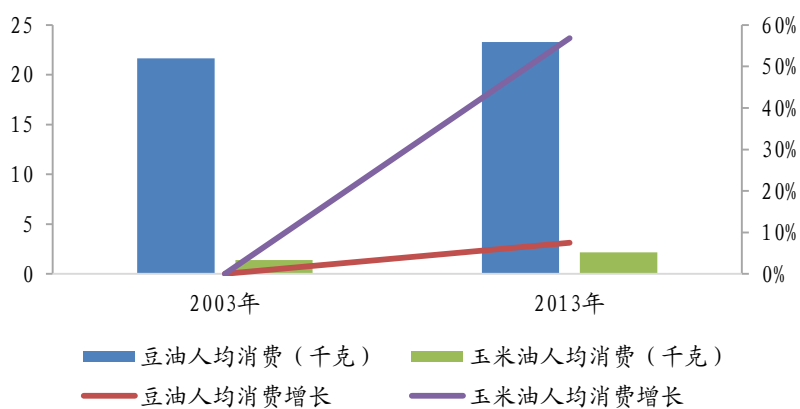
资料来源: FAO、国海证券研究所

图 57: 2013 年主要国家人均玉米油消费量对比



资料来源: FAO、国海证券研究所

图 58: 美国豆油和玉米油人均消费增速对比



资料来源: FAO、国海证券研究所

7.2、主打健康和高品质，西王小油种业务快速发展

西王食品专注经营健康营养的中高端植物油，随着消费者更加偏好健康和营养的食用油，公司未来植物油业务有望迎来高速发展时期。西王食品主要经营的植物油以玉米油为主，2013年后逐渐推出了葵花籽油和橄榄油等小油种。从植物油销量上来看，公司的小包装食用油在稳步增加，2016年销量达到新高17.38万吨。由于多地区逐渐禁止散装食用油的銷售，散装食用油销量在2014年和2015年大幅减少，不过2016年销量出现了回暖，达到6.29万吨。分品种来看，公司小包装玉米油和散装玉米油营收占总植物油营收的90%以上，小包装和散装2016年毛利率分别为37%和5.63%。其余新推出的小油种，诸如葵花籽油和橄榄油，虽然营业收入不高，但毛利率分别达到29%和57%。西王食品的玉米油目前在市场上属于前三的品牌，市场占有率达到19%，随着西王食品继续专注于玉米油以及其品牌价值的提升，未来市场份额有望进一步提高。另一方面，随着玉米期货价格和现货价格从2014年开始逐年下跌，未来西王食品玉米采购成本有望持续下降，从而提高公司玉米油毛利率。

图 59：2012 年至 2016 年西王食品食用油销量

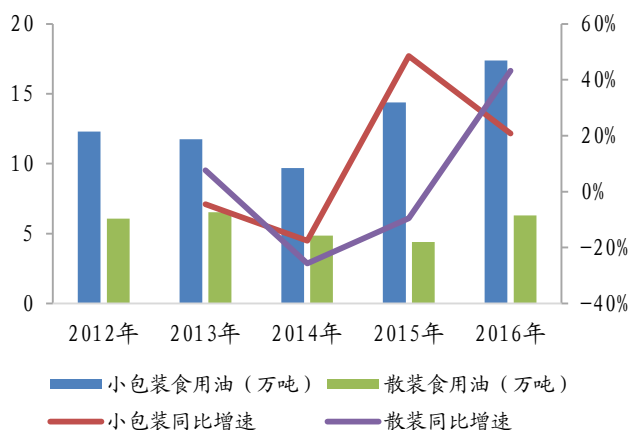
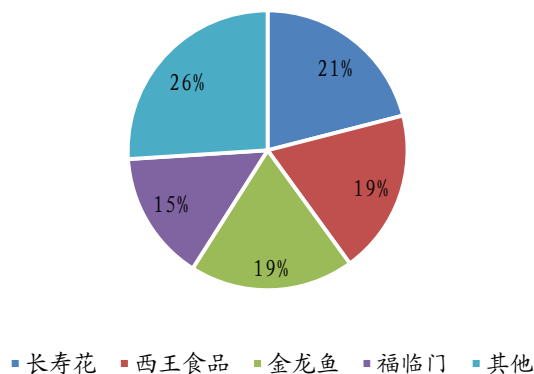


图 60：中国玉米油市场各品牌占比



资料来源：公司年报、国海证券研究所

资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

图 61：西王食品各植物油品类和胚芽粕毛利率

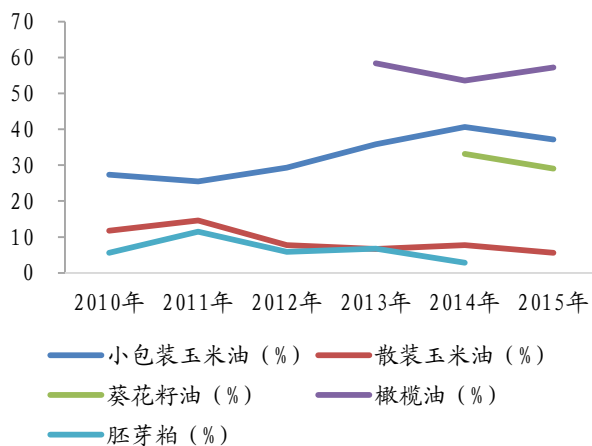


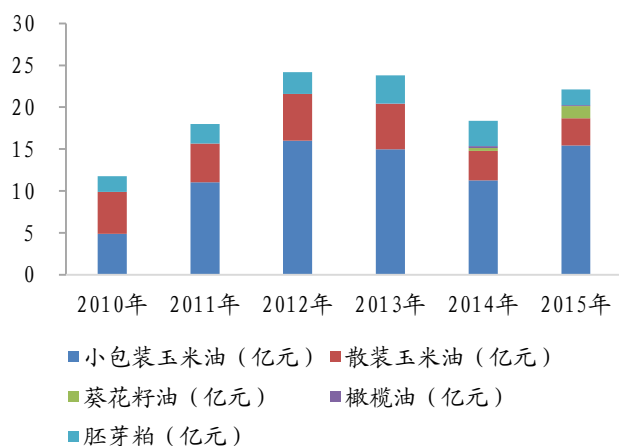
图 62：西王食品植物油和胚芽粕产量、销量和库存

年份	产量 (吨)	销量 (吨)	库存 (吨)
2012 年	183,087	184,017	20,452
2013 年	174,126	182,779	12,289
2014 年	156,626	145,400	23,515
2015 年	190,587	187,708	26,393
2016 年	232,734	236,721	22,538

资料来源：公司年报、国海证券研究所

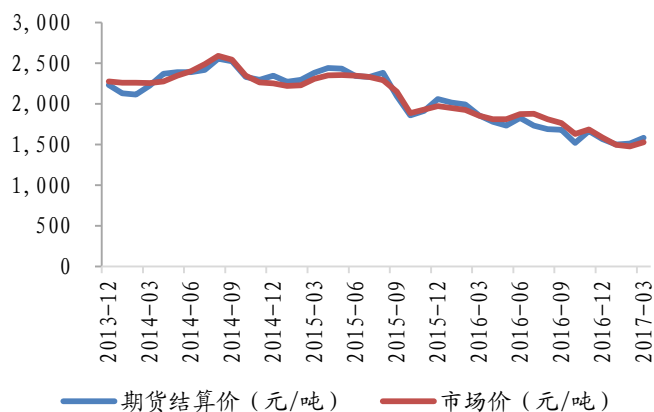
资料来源：公司年报、国海证券研究所

图 63: 西王食品各植物油和胚芽粕营业收入



资料来源: 公司年报、国海证券研究所

图 64: 中国玉米现货价和期货价均在下跌



资料来源: Wind、国海证券研究所

8、西王食品未来三年盈利预测

8.1、分市场预测西王食品未来三年营收和利润

根据 Kerr 公司在北美市场和国内市场运动营养和体重管理产品的发展趋势，以及西王食品传统油脂业务的发展趋势，预测了未来三年西王食品的营收和净利润。为了更清晰的让投资者对公司未来盈利有更好的了解，我们分别从“考虑收购与非公开增发对业绩的影响(如图 65)”和“考虑收购但未考虑增发对业绩的影响”进行了业绩预测。

图 65: 西王食品未来三年盈利预测 (考虑收购和非公开增发对公司业绩的影响)

			2014	2015	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019E	备注
保 健 食 品 业 务	北 美 市 场	营业收入 (万元)	242077	256773	292049	321254	353379	388717	
		同比增长		6.07%	13.7%	10%	10%	10%	
		净利润 (美元)	3075	4495	5741	6372	7073	7851	
		同比增长		46%	27.70%	11%	11%	11%	
		净利润 (人民币)	21186	30968	39546	43897	48725	54085	6.889 汇率
	国 内 市 场	营业收入 (万元)	5098	7165	12951	30000	60000	100000	
		同比增长		41%	81%	132%	100%	67%	
		净利率	9.35%	12.98%	13.54%	13.50%	15.00%	18.00%	
		净利润 (万元)	477	930	1754	4050	9000	18000	
	KERR 合 计	收入 (万元)	247174	263937	305000	351254	413379	488717	
		同比增长		7%	16%	15%	18%	18%	
		净利润 (万元)	21663	31898	41300	47947	57725	72085	
		同比增长		47%	29%	16%	20%	25%	
	西 王 分 享	西王持有 Kerr 股权比例			60%	65.00%	70.00%	80.00%	根据协议 2017-2019 年分别再增加 5%、5%、10% 的持股比例
		西王分享收入 (万元)			183000	228315	289366	390974	2016 年按全年合并 KERR 公司计算
		西王分享利润 (万元)			24780	31165	40408	57668	2016 年按全年合并 KERR 公司计算
		西王国内贷款			100000	100000	0	0	
		国内贷款利息支出			6375	6375	0	0	8.5%利率, 25%所得税抵免
		西王海外贷款			137400	137400	97400	57400	
		海外贷款利息支出			5908	5908	4188	2468	4.3%利率, 无所得税抵免
		实际贷款利息支出汇总			12283	12283	4188	2468	
		西王实际分享净利润			12497	18882	36219	55200	
油 脂 业 务	收入 (万元)		187032	224378	284657	327356	386280	448084	
	同比增长			20%	27%	15%	18%	16%	
	净利润 (万元)		11749	14628	18800	21620	25944	30613.92	
	同比增长			25%	29%	15%	20%	18%	

合 计	收入（万元）			467657	555671	675645	839058	
	同比增长				18.82%	21.59%	24.19%	
	净利润（万元）			31297	40502	62163	85814	
	同比增长				29%	53%	38%	

资料来源：国海证券研究所

图 66：西王食品未来三年盈利预测（考虑收购但暂未考虑非公开增发对公司业绩的影响）

保 健 食 品 业 务			2014	2015	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019E	备注
	北美市 场	营业收入（万 元）	242077	256773	292049	321254	353379	388717	
		同比增长		6.07%	13.7%	10%	10%	10%	
		净利润（美元）	3075	4495	5741	6372	7073	7851	
		同比增长		46%	27.70%	11%	11%	11%	
		净利润（人民 币）	21186	30968	39546	43897	48725	54085	6.889 汇率
	国内市 场	营业收入（万 元）	5098	7165	12951	30000	60000	100000	
		同比增长		41%	81%	132%	100%	67%	
		净利率	9.35%	12.98%	13.54%	13.50%	15%	18%	
		净利润（万元）	477	930	1754	4050	9000	18000	
	KERR 合 计	收入（万元）	247174	263937	305000	351254	413379	488717	
		同比增长		7%	16%	15%	18%	18%	
		净利润（万元）	21663	31898	41300	47947	57725	72085	
		同比增长		47%	29%	16%	20%	25%	
	西王分 享	西王持有 Kerr 股权比例			60%	65.00%	70.00%	80.00%	根据协议 2017-2019 年 分别再增加 5%、5%、10% 的持股比例
		西王分享收入 （万元）			183000	228315	289366	390974	2016 年按全年合并 KERR 公司计算
		西王分享利润 （万元）			24780	31165	40408	57668	2016 年按全年合并 KERR 公司计算
		西王国内贷款			100000	100000	100000	100000	
		国内贷款利息 支出			6375	6375	6375	6375	8.5%利率，25%所得税抵 免
		西王海外贷款			137400	137400	97400	57400	
		海外贷款利息 支出			5908	5908	4188	2468	4.3%利率，无所得税抵 免

		实际贷款利息支出汇总			12283	12283	10563	8843	
		西王实际分享净利润			12497	18882	29844	48825	
油脂业务	收入（万元）	187032	224378	284657	327356	386280	448084		
	同比增长		20%	27%	15%	18%	16%		
	净利润（万元）	11749	14628	18800	21620	25944	30613.92		
	同比增长		25%	29%	15%	20%	18%		
合计	收入（万元）			467657	555671	675645	839058		
	同比增长				18.82%	21.59%	24.19%		
	净利润（万元）			31297	40502	55788	79439		
	同比增长				29%	38%	42%		

资料来源：国海证券研究所

图 67：西王食品未来三年盈利预测（考虑收购但暂未考虑非公开增发和剩余 20%股权收购对公司业绩的影响）

			2014	2015	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019 E	备注
保健食品业务	北美市场	营业收入（万元）	242077	256773	292049	321254	353379	388717	
		同比增长		6.07%	13.7%	10%	10%	10%	
		净利润（美元）	3075	4495	5741	6372	7073	7851	
		同比增长		46%	27.70%	11%	11%	11%	
		净利润（人民币）	21186	30968	39546	43897	48725	54085	6.889 汇率
	国内市场	营业收入（万元）	5098	7165	12951	30000	60000	100000	
		同比增长		41%	81%	132%	100%	67%	
		净利率	9.35%	12.98%	13.54%	13.50%	15%	18%	
		净利润（万元）	477	930	1754	4050	9000	18000	
	KERR 合计	收入（万元）	247174	263937	305000	351254	413379	488717	
		同比增长		7%	16%	15%	18%	18%	
		净利润（万元）	21663	31898	41300	47947	57725	72085	
		同比增长		47%	29%	16%	20%	25%	
	西王分享	西王持有 Kerr 股权比例			60%	60%	60%	60%	不考虑剩余 20%股权的收购
		西王分享收入（万元）			183000	210752	248028	293230	2016 年按全年合并 KERR 公司计算
		西王分享利润（万元）			24780	28768	34635	43251	2016 年按全年合并 KERR 公司计算

	西王国内贷款			100000	100000	100000	100000	
	国内贷款利息支出			6375	6375	6375	6375	8.5%利率, 25%所得税抵免
	西王海外贷款			137400	137400	97400	57400	
	海外贷款利息支出			5908	5908	4188	2468	4.3%利率, 无所得税抵免
	实际贷款利息支出汇总			12283	12283	10563	8843	
	西王实际分享净利润			12497	16485	24072	34408	
油脂业务	收入(万元)	187032	224378	284657	327356	386280	448084	
	同比增长		20%	27%	15%	18%	16%	
	净利润(万元)	11749	14628	18800	21620	25944	30613.92	
	同比增长		25%	29%	15%	20%	18%	
合计	收入(万元)			467657	538108	634307	741315	
	同比增长				15.06%	17.88%	16.87%	
	净利润(万元)			31297	38105	50016	65022	
	同比增长				22%	31%	30%	

资料来源: 国海证券研究所

9、盈利预测和投资评级

基于审慎性原则考虑, 在未考虑非公开增发因素以及 Kerr 后继 20%股权收购因素对公司业绩及股本的影响, 我们预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.84/1.10/1.43 元, 对于当前股价 PE 分别为 23.43/17.85/13.73 倍, 维持公司“买入”评级。

10、风险提示

- 1) Kerr 公司运动营养产品开拓中国市场不及预期;
- 2) 所得税率对 Kerr 公司影响不确定;
- 3) 公司非公开增发实施不确定;
- 4) Kerr 后继 20%股权收购不确定;
- 5) 西王集团债务担保对公司影响的不确定;

6) 传统植物油市场发展不达预期;

7) 食品安全事故。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	3375	5381	6343	7413
增长率(%)	50%	59%	18%	17%
净利润 (百万元)	134.8	381	500	650
增长率(%)	-8%	183%	31%	30%
摊薄每股收益 (元)	0.30	0.84	1.10	1.43
ROE(%)	4.84%	12.09%	13.84%	15.51%

表 1: 西王食品盈利预测表 (暂不考虑非公开增发以及剩余 20% 股权收购对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	000639.SZ				股价:	19.82	投资评级:	买入	日期:	2017-05-16
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	4.84%	12.09%	13.84%	15.51%	EPS	0.30	0.84	1.10	1.43	
毛利率	29%	36%	36%	36%	BVPS	4.23	4.81	5.58	6.58	
期间费率	23%	27%	26%	26%	估值					
销售净利率	4%	7%	8%	9%	P/E	66.22	23.43	17.85	13.73	
成长能力					P/B	4.65	4.08	3.52	2.98	
收入增长率	50%	59%	18%	17%	P/S	2.64	1.66	1.41	1.20	
利润增长率	-8%	183%	31%	30%						
营运能力					利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.50	0.60	0.82	0.89	营业收入	3375	5381	6343	7413	
应收账款周转率	5.94	5.94	5.94	5.94	营业成本	2387	3467	4063	4720	
存货周转率	3.62	3.62	3.62	3.62	营业税金及附加	13	21	24	29	
偿债能力					销售费用	487	704	915	1089	
资产负债率	58%	65%	53%	50%	管理费用	219	264	339	391	
流动比	0.94	1.83	1.33	1.61	财务费用	62	237	222	215	
速动比	0.63	1.41	0.86	1.08	其他费用 /（-收入）	(8)	(5)	(5)	(5)	
					营业利润	200	683	774	965	
资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	15	6	(21)	(15)	
现金及现金等价物	689	2891	1578	2078	利润总额	214	688	752	949	
应收款项	569	273	324	388	所得税费用	55	208	139	176	
存货净额	662	962	1128	1310	净利润	160	480	614	773	
其他流动资产	79	126	149	174	少数股东损益	25	99	114	123	
流动资产合计	1999	4252	3178	3950	归属于母公司净利润	135	381	500	650	
固定资产	681	652	627	604						
在建工程	59	69	79	89	现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	1193	1193	1074	955	经营活动现金流	(148)	518	610	733	
长期股权投资	10	10	10	10	净利润	160	480	614	773	
资产总计	6690	8924	7716	8356	少数股东权益	25	99	114	123	
短期借款	1253	1253	1253	1253	折旧摊销	42	187	185	170	
应付款项	382	555	651	756	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	70	111	131	153	营运资金变动	(374)	(250)	(302)	(334)	
其他流动负债	424	408	356	290	投资活动现金流	(3494)	18	15	13	
流动负债合计	2129	2328	2391	2452	资本支出	(120)	18	15	13	
长期借款及应付债券	1735	3405	1670	1670	长期投资	(10)	0	0	0	
其他长期负债	41	41	41	41	其他	(3364)	0	0	0	
长期负债合计	1776	3446	1711	1711	筹资活动现金流	5843	1556	(1885)	(195)	
负债合计	3905	5774	4102	4163	债务融资	2888	1670	(1735)	0	
股本	455	455	455	455	权益融资	1047	0	0	0	
股东权益	2784	3150	3614	4192	其它	1907	(114)	(150)	(195)	
负债和股东权益总计	6690	8924	7716	8356	现金净增加额	2201	2091	(1260)	551	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8 年实业工作经验，7 年证券从业经验。自 2009 年以来，一直从事食品饮料行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016 年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，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。